



سلسلة الرسائل الجامعية (٤)

(ماجستير)

تقييم كفاءة استثمار أموال الأوقاف بدولة الكويت

أ. عبدالله سعد الهاجري

دولة الكويت - الأمانة العامة للأوقاف

إدارة الدراسات والعلاقات الخارجية

١٤٢٧ هـ - ٢٠٠٦م.

سلسلة الرسائل الجامعية (٤)

تقييم كفاءة استثمار أموال الأوقاف

أ. عبدالله سعد الهاجري

الأمانة العامة للأوقاف

هي هيئة حكومية مستقلة بدولة الكويت، معنية بإدارة الأوقاف الكويتية واستثمارها، وصرف ريعها في المصارف الشرعية طبقاً لشروط الواقفين وفي إطار أحكام القانون.

تأسست الأمانة بموجب المرسوم الأميري رقم 257 الصادر بتاريخ 29 جمادى الأولى 1414هـ الموافق 13 نوفمبر 1993م.

وتتلخص رسالتها في تنمية الوقف والمحافظة عليه، والفعالية في صرف الريع، وفق المقاصد الشرعية، ومن خلال بناء مؤسسي متطور، وتواصل مع مجتمع داعم.

سلسلة الرسائل الجامعية

هي إحدى المشاريع العلمية التي تقوم بها الأمانة العامة للأوقاف بدولة الكويت، في إطار الدور المنوط بالدولة كمنسقة لجهود الدول الإسلامية في مجال العمل الوقفي، طبقاً لقرار مؤتمر وزراء الأوقاف للدول الإسلامية الذي انعقد بالعاصمة الأندونيسية «جاكرتا» في أكتوبر من سنة 1997م.

وتهدف هذه السلسلة إلى نشر الرسائل الجامعية (ماجستير أو دكتوراه) في مجال الوقف والعمل الخيري التطوعي باللغات المختلفة (خاصة العربية والإنجليزية والفرنسية)، لتعريف عموم القراء بالمسائل المتعلقة بقضايا الوقف والعمل الخيري التطوعي.

هذه الرسالة

تتناول موضوع استثمار أموال الأوقاف بدولة الكويت، بما يشتمل عليه من التطرق للاختلافات بين المؤسسة الوقفية والمؤسسات المالية الإسلامية والتقليدية، وما يعنيه مفهوم الاستثمار والأساليب والأدوات المتبعة فيه، وكذلك البحث في كفاءة استثمارات أموال الوقف في دولة الكويت. وتختم الرسالة بعدد من النتائج والتوصيات.

وقد حصلت هذه الرسالة على درجة الماجستير من قسم إدارة الأعمال بكلية التجارة بجامعة عين شمس سنة 1999م.

سلسلة الرسائل الجامعية (٤)

تقييم كفاءة استثمار أموال الأوقاف بدولة الكويت

(ماجستير)

أ. عبدالله سعد الهاجري

دولة الكويت - الأمانة العامة للأوقاف
إدارة الدراسات والعلاقات الخارجية
1427هـ - 2006م

سلسلة الرسائل الجامعية (٤)

دولة الكويت

ص.ب : ٤٨٢ الصفاة ١٣٠٠٥

هاتف : ٨٠٤٧٧٧ - فاكس : ٢٥٤٢٥٢٦

www.awaqaf.org

E-mailL : amana@awaqaf.org

E-mailL : serd@awaqaf.org

الطبعة الأولى ١٤٢٧ هـ -٢٠٠٦م

فهرسة

مكتبة الكويت الوطنية أثناء النشر

333.3234009538 الهاجري، عبدالله سعد

تقييم كفاءة استثمار أموال الوقف بدولة الكويت: (رسالة ماجستير) عبدالله سعد الهاجري .- ط1:

الكويت: الأمانة العامة للأوقاف، 2006م

158 ص: رسوم؛ 17 × 24 سم . - (سلسلة الرسائل الجامعية؛ 4)

1 - الوقف - إقتصاديات - الكويت　　2 - الوقف

3 - المعاملات (فقه إسلامي)　　4 - الإستثمار

أ - العنوان　　ب - الأمانة العامة للأوقاف. الكويت (ناشر)

ج - السلسلة

رقم الإيداع: 2006/404

ردمك: 3-61-36-99906

تصدير

تعمل الأمانة العامة للأوقاف على إنجاز مشروع تنمية الدراسات والبحوث الوقفية المندرج بدوره ضمن المشاريع الستة التي تقوم بها نيابة عن دولة الكويت التي تم اختيارها بموجب قرار مؤتمر وزراء أوقاف الدول الإسلامية المنعقد بالعاصمة الأندونيسية «جاكرتا» في أكتوبر سنة 1997م لتكون الدولة المنسقة لملف الأوقاف على مستوى العالم الإسلامي، والتي انضاف إليها ثلاثة مشاريع أخرى بناء على موافقة المجلس التنفيذي لمؤتمر وزراء الأوقاف والشؤون الإسلامية في دورته الثامنة التي عقدت ببيروت شهر ديسمبر سنة 2003م على إدراجها ضمن المشاريع التنفيذية لتنسيق جهود الدول الإسلامية في مجال الأوقاف.

وهذه المشاريع هي:

1 – مشروع إصدار الكشافات الببليوجرافية للأدبيات الوقفية.

2 – مشروع تنمية الدراسات والبحوث الوقفية.

3 – مشروع إنشاء بنك معلومات الوقف الإسلامي.

4 – مشروع برنامج تدريب العاملين في مجال الوقف.

5 – مشروع إصدار دورية دولية للوقف الإسلامي.

6 – مشروع التعريف بالتجارب المعاصرة للوقف الإسلامي.

7 – مشروع منتدى قضايا الوقف الفقهية.

8 – مشروع مكنز علوم الوقف.

9 – مشروع تقنين أحكام الوقف.

وتنسق الأمانة العامة للأوقاف في تنفيذ هذه المشاريع مع كل من المجلس التنفيذي لمؤتمر وزراء الأوقاف والشؤون الإسلامية بالرياض والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الإسلامي للتنمية بجدة.

وتندرج سلسلة الرسائل الجامعية في مجال الوقف والعمل الخيري ضمن المشروع الثاني المتعلق بتنمية الدراسات والبحوث الوقفية، والهادف إلى بث الوعي الوقفي في

مختلف أرجاء المجتمع، وذلك بهدف تشجيع البحث العلمي الجاد والمتميز في مجال الوقف والعمل الخيري التطوعي، والسعي لتعميم الفائدة المرجوة.

ويسر الأمانة العامة للأوقاف، أن تقوم بنشرهذه السلسلة من الرسائل الجامعية. وأن تضعها بين أيدي الباحثين والمهتمين والمعنيين بشؤون الوقف والعمل الخيري، أفراداً ومؤسسات وهيئات. والله العظيم نسأل أن يبارك في هذا العمل ويجعل فيه النفع الجليل والفائدة العميمة.

الأمانة العامة للأوقاف

فهرس المحتويات

رقم الصفحة

تابع فهرس المحتويات

رقم الصفحة

قائمة الجداول

قائمة الأشكـال

الفصل الأول

إطار البحث

المقدمة

الاختلافات بين المؤسسة الوقفية
والمؤسسات المالية الإسلامية والتقليدية

الدراسة الاستطلاعية

مشكلة البحث

فروض البحث

أهداف البحث

منهج البحث

أهمية البحث

الدراسات السابقة

مقدمة

لعبت الأوقاف دورا فعالا في تطوير المجتمعات الإسلامية اقتصادياً واجتماعياً وثقافياً، بل إن اهتماماتها امتدت لتشمل معظم أوجه الحياة المختلفة .

وللوقف دور كبير في إثراء الحضارة الإسلامية ورعاية المجتمع المسلم الأمر الذي أدى إلى توجه الكثير من الدول الإسلامية إلى إحياء هذا المرفق الحيوي والاهتمام به والعمل على دعمه وتطويره حتى يتواكب مع متطلبات العصر الراهن وتحقيق الاستفادة القصوى من هذه المؤسسة الإسلامية العريقة ، وكذلك تشجيع الباحثين والمفكرين والمؤسسات العلمية والخيرية للاهتمام بالدراسات المتعلقة بهذا الموضوع نظرا لأهميته وتأثيره الإيجابي على تطور المجتمع .

وتمتلك الأوقاف قاعدة عريضة من الأموال التي هي بحاجة إلى الاستثمار والنماء ، خاصة ونحن نعيش في عصر مليء بالتطورات السريعة والمعقدة التي تتطلب مواكبة هذا التطور وذلك للاستفادة من تكنولوجيا العصر والسعي إلى التقدم والتطور ، بالإضافة إلى التطورات الاقتصادية والاجتماعية الحديثة والتي تؤثر على قدرة المرافق الوقفية في تحقيق أهدافها ونذكر على سبيل المثال تزايد النمو السكاني أو تدهور الأوضاع المعيشية وما يترتب على ذلك من نمو في شريحة المجتمع المنتفعة بريع هذا الوقف الأمر الذي جعل لزاما على الجهات المعنية بشؤون الأصول الوقفية أن تعمل على إنمائها وزيادة ريعها حتى يستطيع الوفاء بحاجة المجتمع وفئاته المحتاجة .

وعلى الرغم من أن الأوقاف منظمة لا تهدف إلى الربح ، إلا أنها تهدف إلى البقاء والاستمرار والنمو ، وذلك حتى تتمكن من أداء رسالتها النبيلة .

وقد اهتمت دولة الكويت بالوقف منذ بداية نشأته ، وخاصة فيما يتعلق بإدارة واستثمار أموال الأوقاف ، وقد زاد هذا الاهتمام في عام 1993 وذلك من خلال إنشاء الأمانة العامة للأوقاف على أنها هيئة حكومية مستقلة تتولى رعاية شؤون الوقف والقيام بكل ما يتعلق بشؤونه بما في ذلك إدارة أمواله واستثمارها وصرف ريعها في حدود شروط الواقفين.

أولاً : الاختلافات بين المؤسسة الوقفية والمؤسسات المالية الإسلامية والتقليدية :

عند تناولنا لموضوع استثمار أموال الأوقاف ، يجدر بنا في بداية الأمر أن نشير إلى الاختلافات بين المؤسسات الوقفية من جهة والمؤسسات المالية الإسلامية والمؤسسات

المالية التقليدية (التي تتعامل بالفائدة المحددة سلفاً والذي يعتبر من الربا) من جهة ثانية ويتم حصر الاختلافات فيما يلي :

(1) الأهداف العامة

(2) ملكية الأصول

(3) إدارة الأموال

(4) المستفيدون من الأرباح

(5) أنشطة الاستثمار

جدول (1)

مقارنة بين المؤسسات الوقفية والمؤسسات الإسلامية والتقليدية

البيان	المؤسسات الوقفية	المؤسسات المالية الإسلامية	المؤسسات المالية التقليدية
الأهداف	المحافظة على الأصول الوقفية واستثمارها بما يتناسب والشريعة الإسلامية وتنميتها وفق سياسات مأمونة تجعلها بمنأى عن التعرض إلى التقلبات الاقتصادية .	الاستخدام الأمثل للأموال وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية بما يحقق تعظيم ثروة الملاك والمساهمين بالإضافة إلى تحقيق الأهداف الاجتماعية والتكافل الاجتماعي .	تحقيق أقصى قيمة اقتصادية للمؤسسة من خلال تعظيم ثروة الملاك أو المساهمين .
ملكية الأصول	الوقف (المتبرع)	المساهمون	المساهمون
إدارة الأموال	ناظر الوقف (المدير الذى يقوم بادارة الوقف).	الملاك انفسهم أو عن طريق إدارة متخصصة وللمساهمين الحق فى الإدارة عن طريق مجلس الإدارة او الجمعية العمومية للمساهمين .	الملاك انفسهم أو عن طرق إدارة متخصصة ، وللمساهمين الحق فى الإدارة عن طريق مجلس الإدارة أو الجمعية العمومية للمساهمين .
الاستفادة من الأرباح	تستفيد من الارباح الفئات المحتاجة او المشروعات الخيرية او الوقوف عليهم .	يستفيد المساهمون من الارباح فى إشكالها المختلفة وكذلك أصحاب الودائع الاستثمارية والمشاركات .	يستفيد المساهمون من الارباح التى قد تكون فى شكل توزيعات نقدية أوأسهم منحة أو أرباح رأسمالية .
أنشطة الاستثمار	أنشطة استثمارية تتماشى والشريعة الاسلامية وتتفق ومقاصدها فى ظل مخطار مأمونة .	أنشطة استثمارية تتماشى والشريعة الإسلامية وتتفق ومقاصدها .	أدوات السوق النقدية أو السوق الرأسمالية بالإضافة إلى جميع الأنشطة الاستثمارية الأخرى .

ويتضح من الجدول رقم (1) أن هناك اختلافاً في الأهداف بين المؤسسة الوقفية وبين المؤسسة المالية سواء كانت إسلامية أم تقليدية ، وعلى الرغم من أن المؤسسة الوقفية تتشابه والمؤسسة المالية الإسلامية في الضوابط والاعتبارات الإسلامية إلا أنها تختلف عنها في هدف المؤسسة المالية الإسلامية التي غرضها تحقيق قيمة اقتصادية للمنشأة وتعظيم ثروة الملاك بالإضافة إلى الاعتبارات الإسلامية.

وكذلك يتضح من الجدول رقم (1) أنه بالنسبة للمؤسسات المالية المختلفة فان المساهمين (حملة الأسهم) هم ملاك الأصول ولهم حق في الإدارة من خلال مجلس الإدارة أو الجمعية العمومية للمساهمين وكذلك هم المستفيدون من الأرباح في أشكالها المختلفة ، بينما نجد أن الأمر يختلف تماما بالنسبة للمؤسسات الوقفية حيث لا توجد علاقة بين مالكي الأصول (المتبرعين) وإدارة الأموال (الناظر) والمستفيدين من الأرباح (فئات محتاجة ، مشروعات خيرية).

وقد يرى البعض [1] أن هذا الاختلاف الناشئ من الفصل بين مالك الأصل والمستفيد من استثمار الأصل قد يؤدي إلى آثار سلبية منها على سبيل المثال :

1. اللامبالاة من جهة القائمين على الاستثمار .
2. زيادة درجة المخاطرة دون المراعاة للتوازن .
3. إهمال بعض فرص الاستثمار الجيدة نتيجة الإفراط في التحفظ .

ثانيا : الدراسة الاستكشافية:

من خلال الدراسة الاستكشافية التي قام بها الباحث لمكتب استثمار وتنمية الموارد الوقفية بالأمانة العامة للأوقاف تم التعرف على استراتيجية استثمار أموال الأوقاف والتي تنص على " المحافظة على الأصول الوقفية واستثمارها بما يتناسب والشريعة الإسلامية وتنميتها وفق سياسات مأمونة تجعلها بمنأى عن التعرض إلى التقلبات الاقتصادية المحتملة وما يترتب عليها من آثار تضخمية وذلك لتحقيق إيرادات مناسبة يتم الصرف من ريعها على المشروعات الوقفية وفقا لشروط الواقفين " [2].

---

(1) العياشي فداد ، محمود مهدي ، الاتجاهات المعاصرة في تطوير الاستثمار الوقفي (جدة : البنك الإسلامي للتنمية) ، ص 87 .

(2) استراتيجية الاستثمار للأمانة العامة للأوقاف – مكتب استثمار وتنمية الموارد الوقفية ، الكويت ، 1996 .

ولتنفيذ تلك الاستراتيجية قامت الأمانة بتحديد أهدافها العامة والتي تتمثل في اختيار الفرص الاستثمارية التي لا تتعارض مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية كما وتتفق ومقاصدها ، والتأكيد على البعد الاجتماعي والاقتصادي للمشروعات الاستثمارية وتعظيم القدرة على زيادة ريع الوقف.

وقد قامت الأمانة العامة لتحقيق ذلك بوضع سياسات عامة تتمثل في تحقيق معدلات الربحية المناسبة من الفرص الاستثمارية وفق معدلات السوق السائدة والقيام بسياسة تنويع للفرص الاستثمارية سواء من ناحية القطاعات الاقتصادية أو المناطق الجغرافية أو العملات .

بالإضافة إلى ذلك فقد قام الباحث بدراسة البيانات المالية التاريخية والجديدة والمعلومات المختلفة للأصول الوقفية لمعرفة المجالات التي تم فيها توظيف (استثمار) أموال الأوقاف ونسب توزيع هذه الاستثمارات والتطورات التي حدثت فيها خلال السنوات العشر الماضية من عام 1988 حتى عام 1997 ويبين الجدول التالي ذلك بشكل واضح :

جدول (2)
نسب توزيع استثمارات أموال الأوقاف

البيان / السنة	استثمارات عقارات	ودائع استثمارية	مساهمات في شركات (استثمار مباشر)	مرابحات	محافظ صناديق استثمارية	نقدية وأخرى	إجمالي
1988	0.59	0.01	0.04	–	–	0.36	1
1989	0.57	0.23	0.04	–	–	0.16	1
1990	0.60	0.32	0.04	–	–	0.04	1
1991	0.59	0.31	0.04	–	–	0.06	1
1992	0.59	0.28	0.08	–	–	0.05	1
1993	0.59	0.03	0.11	0.09	0.12	0.06	1
1994	0.53	0.02	0.08	0.15	0.18	0.04	1
1995	0.50	0.03	0.011	0.14	0.18	0.04	1
1996	0.48	0.04	0.13	0.11	0.21	0.04	1
1997	0.46	0.004	0.216	0.04	0.23	0.05	1

- نقدية وأخرى: هي عبارة عن نقدية في الصندوق ولدى البنوك وأرصدة مدنية أخرى وإيرادات مستحقة.
- المصدر: البيانات المالية لوزارة الأوقاف والشؤون الإسلامية والأمانة العامة للأوقاف بدولة الكويت.

وقد قام الباحث أيضاً بتتبع ربحية كل نشاط من أنشطة استثمار (توظيف) أموال الأوقاف خلال الفترة من عام 1988حتى 1997 كما هو مبين بالجدول التالي :

جدول (3)

نسب ربحية كل نشاط استثماري

النشاط الاستثماري السنة	عقار	ودائع	مساهمة في شركات	محافظ وصناديق استثمارية	مرابحات
1988	0.12	-0.002	0.037		
1989	0.117	0.001	0.017		
1990	0.07	-0.001	-0.002		
1991	0.02	-0.0007	-0.001		
1992	0.064	0.075	0.006		
1993	0.076	0.054	0.058	0.01	0.032
1994	0.069	0.074	0.126	0.042	0.065
1995	0.074	0.06	0.133	0.052	0.057
1996	0.083	0.067	0.13	0.065	0.071
1997	0.086	0.051	0.095	0.067	0.116

- المصدر : البيانات المالية لوزارة الأوقاف والشؤون الإسلامية والأمانة العامة للأوقاف بدولة الكويت .

- لا توجد أرباح على الأموال التي في شكل نقدية وأخرى.

- قيمة ربحية النشاط = $\frac{\text{صافي إيراد النشاط}}{\text{إجمالي المساهمة (قيمة) النشاط}}$

ونتيجة لتحليل البيانات المالية بالجداول رقم (2) و (3) فقد تم استخلاص الظواهر التالية :.

(1) تستثمر أموال الأوقاف حتى عام 1993 بثلاثة أنواع من الاستثمارات وهي عقار وودائع استثمارية ومساهمة في شركات ، وبعد ذلك تم الدخول في مرابحات وصناديق ومحافظ استثمارية .

(2) هناك تفاوت في توزيع الأصول الوقفية بين النشاطات الاستثمارية حيث لا توجد نسب ثابتة لتوزيع الاستثمار من سنة إلى أخرى .

(3) يوجد تفاوت في ربحية كل نشاط استثماري في السنة الواحدة ، وعدم ثبات في ربحية كل نشاط من سنة إلى أخرى .

(4) هناك تذبذب مال إلى التناقص في مستوى العائد على الأصول الوقفية في السنوات الأولى ومن ثم لوحظت زيادة منتظمة في السنوات الأخيرة .

(5) عدم الدخول في أي نشاطات استثمارية جديدة (أدوات استثمارية) منذ العام 1993 .

ثالثاً : مشكلة البحث :

مما سبق وبالرجوع مرة أخرى إلى استراتيجية الاستثمار وأهدافها والسياسات العامة الموضوعة في تلك الاستراتيجية والمتمثلة في تحقيق معدلات ربحية وفقاً لمعدلات السوق السائدة بالإضافة إلى تنوع في استثمار أموال الأوقاف سواءً من ناحية مجالات الاستثمار أو المناطق الجغرافية أو العملات، وأن لا يكون هذا التنوع عشوائياً، مما يحتم علينا أن ننظر في مدى تطبيق السياسة العامة في استثمار أموال الأوقاف، وهذا يحدد المشكلة في الأسئلة التالية :

- ما هي علاقة عائد استثمارات أموال الأوقاف بمعدلات السوق السائدة؟
- ما مدى تطبيق الأمانة العامة للأوقاف لسياسة التنويع في استثمار أموال الأوقاف ؟
- ما هي العلاقة بين عائد سياسة التنويع الأمثل وعائد سياسة التنويع الحالية في استثمار أموال الأوقاف ؟

رابعاً : فروض البحث :

1 – لا توجد علاقة جوهرية بين عائد استثمار أموال الأوقاف وبين العائد السوقي.

وينقسم هذا الفرض إلى ثلاثة فروض فرعية :

- لا توجد علاقة جوهرية بين عائد استثمارات أموال الأوقاف وبين عائد شركات الاستثمار المدرجة بالبورصة .

- لا توجد علاقة جوهرية بين عائد استثمارات أموال الأوقاف وبين عائد سوق الكويت للأوراق المالية .
- لا توجد علاقة جوهرية بين عائد استثمارات أموال الأوقاف وبين عائد استثمارات المؤسسة العامة للتأمينات الاجتماعية .

2 - لا يوجد اختلاف جوهري بين سياسة التنويع الموضوعة لاستثمار أموال الأوقاف وبين ما تم تطبيقه فعلاً في استثمار أموال الأوقاف في الواقع العملي .

3 - لا يوجد اختلاف جوهري بين عائد التنويع الحالي في استثمار أموال الأوقاف وبين عائد التنويع الأمثل .

خامساً : أهداف البحث :

يهدف البحث للوصول إلى (التعرف على) :

1 - شكل العلاقة بين عائد استثمار أموال الأوقاف ومعدلات العائد السائدة في السوق (اتجاه العلاقة ودرجة قوتها).

2 - مدى تحقيق استثمارات أموال الأوقاف الحالية لسياسة التنويع الموضوعة وضوابطها المحددة لها .

3 - الاختلاف بين عائد سياسة التنويع الحالية وعائد سياسة التنويع الأمثل .

سادساً : منهج البحث :

استخدم هذا البحث في أسلوبين :

1 - **الأسلوب النظري :**

اعتمد الباحث في هذا الجانب على الدراسة المكتبية وذلك للاطلاع على المراجع والدوريات والتقارير ذات العلاقة بموضوع الدراسة ، وكذلك الاطلاع على البحوث والدراسات السابقة ، والندوات والمؤتمرات في هذا المجال والاتصال بالمراكز البحثية الإسلامية التي تهتم بالقضية موضوع البحث ، بالإضافة إلى استخدام الوسائل البحثية المختلفة مثل (الإنترنت) للحصول على المعلومات والبيانات بتوسع أكثر .

2 - **الأسلوب التطبيقي (التحليلي) :**

وأيضا فقد اعتمد الباحث على البيانات المالية الجديدة والتاريخية للأصول الوقفية

بدولة الكويت ، وكذلك المعلومات والبيانات الأخرى التي يحتاج إليها البحث ومن ثم القيام بدراسة وتحليل تلك البيانات ، بالإضافة إلى استخدام الأساليب الإحصائية لدراسة العلاقات بين المتغيرات واختبارها ومن ثم الحكم على فروض البحث كما هو موضح :

1/2 - الفرض الأول :

يرى الباحث انه لا توجد علاقة جوهرية بين عائد استثمارات أموال الأوقاف وبين عائد السوق ، ويتم اختبار صحة هذا الفرض عن طريق :

1/1/2 – حساب عائد استثمارات أموال الأوقاف باستخدام سلسلة زمنية تبدأ من عام 1988 حتى عام 1997 (y) .

2/1/2 – احتساب العوائد لنفس الفترة الزمنية لكل من :

- عائد شركات الاستثمار المدرجة بالبورصة (x1) .
- عائد سوق الكويت للأوراق المالية (x2) .
- عائد استثمارات المؤسسة العامة للتأمينات الاجتماعية (x3).

3/1/2 – إيجاد العلاقة بين العائد الحالي لاستثمار أموال الأوقاف (y) كمتغير تابع وبين عوائد المؤسسات الثلاث السابق ذكرها (x1 ، x2 ، x3) كمتغيرات مستقلة ، وذلك لتحديد قيمة معامل الارتباط بين المتغير التابع وكل متغير مستقل على حدة ، ولمعرفة درجة العلاقة (قوية ، ضعيفة) واتجاهها (طردية ، عكسية) .

2/2 – الفرض الثاني :

يرى الباحث أنه لا يوجد اختلاف جوهري بين سياسة التنويع الموضوعة لاستثمار أموال الأوقاف وبين ما تم تطبيقه فعلاً في استثمار أموال الأوقاف في الواقع العملي وعلى ذلك تتم دراسة الفرض الثاني من خلال دراسة سياسة التنويع الموضوعة ومقارنتها مع ما تم تطبيقه فعلاً في الواقع العملي ، ومن ثم التحقق من وجود اختلاف جوهري من عدمه ، وذلك باستخدام اختبار " ت " للفروق بين متوسط العينة والقيم الموضوعة (المستهدفة) .

3/2 – الفرض الثالث :

يرى الباحث أنه لا يوجد اختلاف جوهري بين عائد التنويع الحالي في استثمار

أموال الأوقاف وبين عائد التنويع الأمثل ، وسوف نستخدم اختبار "ت " للتحقق من وجود اختلاف جوهري من عدمه بين المتغيرين .

سابعاً : أهمية البحث :

تنبع أهمية هذا البحث لما للأوقاف من دور كبير في التنمية الاجتماعية والاقتصادية في المجتمع ، الأمر الذي أصبح لزاما على الباحثين الاهتمام بهذا الصرح الإسلامي الذي امتدت اهتماماته وتأثيراته لتشمل مناحي الحياة المختلفة .

ويأتي هذا البحث أيضاً استجابة لتوصيات ندوات الأوقاف الأربع [1] والتي تحث الباحثين على إجراء دراسات تتناول موضوع الوقف من جوانب مختلفة ، للوصول إلى نتائج وتوصيات تساهم بالنهوض بالأوقاف في العالم الإسلامي وتنميتها .

هذا ويعتبر هذا البحث العلمي ، الأول من نوعه على مستوى دولة الكويت والثاني على مستوى الوطن العربي وذلك بعد رسالة الماجستير غير المنشورة لسعيد عبد العال بعنوان (كفاءة استثمار أموال الوقف الخيري في ضوء نظم ومعايير الاستثمار في الإسلام) ، كلية التجارة – جامعة الأزهر ، القاهرة 1989 [2] .

كما يضيف هذا البحث إلى المكتبة العربية والإسلامية دراسة في موضوع استثمار أموال الأوقاف ، حيث إن تلك المكتبات تفتقر لمثل هذه الموضوعات .

ثامناً : الدراسات السابقة :

دراسة سعيد عبد العال (1989)[3]

تعتبر هذه هي الرسالة العلمية الوحيدة التي كتبت بهذا الموضوع ، حيث قام الباحث بإجراء دراسة ميدانية على هيئة الأوقاف المصرية تهدف إلى التحقق من كفاءة استثمار أموال الوقف الإسلامي الخيري في ضوء نظم ومعايير الاستثمار في الإسلام والعوامل

---

(1) ندوات الأوقاف الأولى بجدة يناير 1984 .
- ندوة الأوقاف الثانية بجدة 1988 .
- ندوة الأوقاف الثالثة بدولة الكويت – مايو 1993 .
- ندوة الأوقاف الرابعة بالخرطوم – أغسطس 1994 .

(2) سامي التوني ، الكشاف عن كتب الأوقاف ، الكويت : الصندوق الوقفي للثقافة والفكر ، مكتبة الأوقاف ، 1996 .

(3) سعيد عبد العال عبد الرحمن ، كفاءة استثمار أموال الوقف الخيري في ضوء نظم ومعايير الاستثمار في الإسلام ، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية التجارة ، جامعة الأزهر ، 1989 .

المؤثرة على هذه الكفاءة ، وقسم الباحث أنشطة الاستثمار إلى ثلاثة أنشطة هي النشاط الزراعي ونشاط الإسكان ونشاط الاستثمارات المالية ومن ثم قام بدراسة كفاءة كل من هذه الأنشطة على حدة في ضوء نظم ومعايير الاستثمار في الإسلام .

وقد تم اختبار الفروض والتي قسمت حسب الأنشطة التالية :

- النشاط الزراعي حيث تم اختبار الفرض القائل " إن انخفاض كفاءة هيئة الأوقاف المصرية في استثمار أموال الوقف الإسلامي الخيري في نشاط الزراعة أدى إلى هبوط صافي الربح في هذا النشاط " وكانت النتيجة أن الأرباح التي يحققها نشاط زراعة الأطيان والحدائق على الذمة أرباح منخفضة جداً مقارنة بالأرباح المعيارية وذلك بسبب عدم اتباع المعايير المقررة لعناصر تكاليف هذا النشاط ، الأمر الذي انعكس على حجم الإنتاج فأدى إلى انخفاضه ، بالإضافة إلى أن انخفاض الأرباح بسبب انخفاض القيمة الإيجارية والتي تحددها قوانين الإصلاح الزراعي .

- نشاط الإسكان حيث تم اختبار الفرض القائل" إن انخفاض كفاءة هيئة الأوقاف المصرية في استثمار أموال الوقف الإسلامي الخيري في نشاط الإسكان أدى إلى انخفاض معدل العائد على الاستثمار في هذا النشاط " وكانت النتيجة أن هيئة الأوقاف المصرية حققت أرباحا من نشاط تأجير عمارات الأوقاف غير أنه نظراً لعدم وجود تقييم لرأس المال المستثمر في هذه العمارات ، لم يتمكن الباحث من حساب معدل العائد على الأموال المستثمرة في هذا النشاط ، أما بالنسبة لممارسة نشاط تمليك عمارات الأوقاف فإنها حققت معدلات عائد جيدة والتي تتراوح بين 31.8% و 70.4% خلال فترة الدراسة ، وهذا ما يثبت خطأ هذا الفرض .

-أما بالنسبة لنشاط الاستثمارات المالية فقد تم اختبار الفرض القائل " إن انخفاض كفاءة هيئة الأوقاف المصرية في استثمار أموال الوقف الإسلامي الخيري في نشاط الاستثمارات المالية أدى إلى انخفاض معدل العائد على استثمارات هذا النشاط " وكانت النتيجة انخفاض معدل العائد على أموال الوقف الإسلامي الخيري المستثمرة في نشاط الاستثمارات المالية المختلفة وهي نشاط الودائع الربوية (محرمة شرعا) ونشاط مشروعات الاستثمار بالمشاركة ، ونشاط الودائع بالمشاركة في البنوك الإسلامية ، بل وانخفاض القيمة الحقيقية لهذه الأموال نتيجة عدم تحقيق عائد يساوي على الأقل معدلات ارتفاع الأسعار لنفس الفترة ، بالإضافة إلى وجود نقدية عاطلة للهيئة في البنوك مما ضيع على الهيئة العوائد التي كان من الممكن الحصول عليها لو استثمرت هذه الأموال ، وهذا يثبت صحة هذا الفرض .

ويختلف بحثنا هذا عن هذه الدراسة في أنه عبارة عن دراسة تطبيقية على استثمار الأوقاف بدولة الكويت والتي يختلف فيها عن استثمار الأوقاف في مصر بنشاطات الاستثمار المختلفة والمتعددة ، بالإضافة إلى مقارنة استثمارات الأوقاف بمثيلاتها في السوق المحلية .

دراسة الدكتور العياشي فداد ، محمود مهدي (1996) [1]

قامت هذه الدراسة بتقويم الوضع الراهن لأساليب الاستثمار الوقفي واقتراح البدائل الملائمة التي يستطيع الوقف من خلالها تطوير خططه وبرامجه الاستثمارية تمشياً مع مستجدات العصر وظروفه دون التعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية . بالإضافة إلى تحديد الإطار الاستراتيجي لاستثمار أموال الأوقاف وكذلك تحديد الملامح الأساسية لاستثمار الأصول الوقفية من خلال تحديد الأهداف ووضع السياسات .

كما ناقشت الدراسة علاقة إدارات الاستثمار الوقفي بمؤسسات سوق رأس المال الإسلامية والعالمية وتطرقت إلى البعد الدولي في مجال استثمار الأوقاف الإسلامية .

ويختلف البحث الذي سوف يقوم به الباحث عن هذه الدراسة في أن هذه الدراسة ليست دراسة أكاديمية وإنما هي دراسة قام بإعدادها المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب في البنك الإسلامي للتنمية وكذلك فإن هذه الدراسة ليست دراسة تطبيقية وإنما هي دراسة نظرية ذات أفكار عامة .

دراسة محمد بو جلال (1996) [2]

قامت هذه الدراسة بتسليط الضوء على موضوع الوقف وكيفية ربطه بالتنمية والاستفادة من الإنجازات التي حققتها الحضارة الإنسانية على مر العصور ، وقد قام الباحث باقتراح صيغة " الوقف النامي " كأسلوب متميز لربط الوقف بالتنمية من حيث العلاقة بين جمهور الواقفين والمؤسسة الوقفية من جهة ، والمؤسسة الوقفية ووحدات العجز من جهة أخرى ، أي تتحول مؤسسة الوقف النامي إلى مؤسسة مالية أي شركة قابضة تستقبل الأموال الوقفية وتعمل على توظيفها في أوجه الاستثمار الأخرى ومن ثم توزيع العوائد على أوجه البر والقائمين على الأوقاف والجزء المتبقي يعاد توظيفه .

---

(1) د. العياشي الصادق فداد ، ومحمود أحمد مهدي ، " الاتجاهات المعاصرة في تطوير الاستثمار الوقفي " ، جدة : دراسة البنك الإسلامي للتنمية – المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب ، "بدون تاريخ"

(2) د. محمد بو جلال ، نحو صياغة مؤسسية للدور التنموي (الوقف النامي) ، الأمانة العامة للأوقاف بدولة الكويت . سبتمبر 1996 .

وخلصت الدراسة إلى أنه لكي تلعب مؤسسة الوقف النامي الدور المنتظر منها ، فلا بد من العمل على توعية الناس بالمفهوم الجديد للوقف وأن الدعم للمركز المالي للمؤسسة الوقفية سيمكنها من توسيع استثماراتها حتى تتمكن من تحقيق عوائد مجزية والقيام بالدور المنتظر منها .

وتختلف هذه الدراسة عن بحثنا هذا في أن هذه الدراسة تتطرق إلى الدور التنموي للمؤسسة الوقفية (الوقف النامي) وعلاقة المؤسسة الوقفية بين جمهور الواقفين ووحدات العجز ، بينما هذا البحث هو عبارة عن دراسة تطبيقية للأوقاف بدولة الكويت وذلك عن طريق تقييم كفاءة استثمار أموال الأوقاف .

الفصل الثاني

مفهوم الاستثمار وأساليبه

معنى الاستثمار

أنواع الاستثمار

الأدوات المتداولة في الأسواق المالية

أدوات الاستثمار الإسلامية

عائد ومخاطر الاستثمار

التنويع في الاستثمار

مقدمة

تعتبر قرارات استثمار الأموال أو الثروات من أهم وأصعب القرارات ، ذلك لأن تشغيل الأموال بقصد الحصول على عائد مستقبلي ينطوي على مخاطر عديدة ، ناهيك عن المجالات (الأدوات) الاستثمارية المختلفة التي يقرر المستثمر الدخول فيها سواء كانت تلك المجالات أدوات السوق النقدية أو أدوات السوق الرأسمالية أو الأدوات الاستثمارية الإسلامية .

وفي هذا الفصل فإننا سوف نتعرف على معنى الاستثمار وأنواعه ومن ثم سوف نبين الأدوات المالية المتداولة في السوق النقدية وأدوات السوق الرأسمالية والأدوات الاستثمارية الإسلامية ، وذلك للتعرف على إمكانية الاستفادة من تلك الأدوات في استثمار أموال الأوقاف . ومن ثم سوف نتعرف على عائد ومخاطر الاستثمار وذلك لتقييم كفاءة استثمار أموال الأوقاف ومقارنتها بالمؤسسات الأخرى في السوق المحلية . وكذلك سوف يتم التطرق إلى نظرية المحفظة والتي اهتمت بتوزيع الثروة أو الأموال ، واختيار التوزيع الأمثل للموارد وذلك للتحقق من أن محفظة استثمارات أموال الأوقاف قريبة من التنويع الأمثل الذي يحقق لنا أدنى حد من المخاطر .

أولاً : معنى الاستثمار

تتعدد مفاهيم وتعاريف الاستثمار إلا أنها تصب في النهاية نحو تحقيق عائد في المستقبل يفوق المبلغ المقدم للاستثمار في الوقت الحالي ، وهذا ما يؤكده " راد كليف" [1] والذي عرف الاستثمار

Thesacrificeof(certain)currentwealthfor(possiblyuncertain)future"
. " wealth

أي التضحية بالثروة الحالية (المؤكدة) بهدف الحصول على ثروة في المستقبل (غير مؤكدة) ، إذ إن الدخل إما أن يتم استهلاكه بالكامل أو أن يتم ادخاره بالكامل أو أن يتم استهلاك جزء وادخار جزء وهذا ما يؤكده " سيرس وترنبول " [2]

" Investment can be defined as postponed consumption "

حيث عرف الاستثمار بأنه استهلاك مؤجل ، أي التضحية باستهلاك المبالغ الحالية.

وباعتقادنا فإن التعاريف السابقة تعتبر عامة وغير محددة ، بالإضافة إلى أنه يجب الإشارة إلى أن المبالغ المرغوب الحصول عليها مستقبلاً يجب أن تكون أعلى من المبالغ الحالية التي تمت التضحية بها .

لكن " آملنج " [3] يعرف الاستثمار بوضوح أكثر إذ يقول :

The purchase by an individual or institutional investor of "
afinancialorrealassetthatproducesareturnproportionaltotheriskassumed
. " over some future investment period

أي يقوم المستثمر سواءً كان فرداً أو مؤسسة بشراء أصل مالي كالأوراق المالية أو

---

(1)-RobertC. Radcliffe، Investment(fifthEdition، U. S. A: Addison-wesleyEducationalPublishersInc) P.3 .

(2)-R. StephenSearsوGaryL. Trennepohl، InvestmentManagement(U. S. A: ThedrydenPress، 1993) P4.

(3) Fredrick Amling ، Investment (New Jersey : Prentice Hall ، 1997).

أصل مادي كالآلات والعقارات ليحصل منه على عائدات تتناسب مع المخاطر التي يتم تحملها على مدار المدة الاستثمارية المستقبلية .

أما " ويسما " [1] فقد عرف الاستثمار بالتالي :

" An investment is: spending money on assets having a long life ".

أي إنفاق أموال في أصول ذات آجال طويلة ، إلا أنه ليس بالضرورة أن يكون الاستثمار لآجال طويلة ، فهناك استثمارات قصيرة الأجل ، على الرغم من أن الاستثمارات طويلة الأجل تحقق لنا مكاسب أعلى .

ومما سبق فانه يمكن تعريف الاستثمار بأنه:

" تضحية بقيم حالية مؤكدة واستثمار ها بهدف الحصول على قيم أكبر غير مؤكدة في المستقبل "

ويمكن من كل ذلك استخلاص التعريف التالي لاستثمار الأصول الوقفية والتي هي محور بحثنا هذا بقولنا :

توظيف للأصول الوقفية سواءً كانت مادية أو مالية بهدف المحافظة عليها وتنميتها بما يتناسب والشريعة الإسلامية وفي ظل سياسات قليلة المخاطر ، وذلك لتحقيق عوائد مناسبة في المستقبل تساعدها في تحقيق أهدافها السامية " .

ثانياً : أنواع الاستثمار

يمكن تقسيم الاستثمار إلى عدة تقسيمات وذلك من حيث :

1 - القائمون على الاستثمار

يمكن أن يكون القائمون على الاستثمار إما أفراداً أو مؤسسات على النحو التالي :

1/1 – مستثمرون أفراد :

وهو أن يقوم الفرد باستثمار موارده المتاحة بأي نوع من الاستثمارات سواء كان هذا الاستثمار مادياً كشراء الآلات والعقارات أو استثماراً مالياً كشراء الأوراق المالية المختلفة ، وعادة يكون الهدف من استثمار الأفراد هو تنمية ثروتهم لمقابلة احتياجاتهم

(1) J.G. Wissema, Capital Investment Selection (London : Frances Pinter Limited, 1985), P.4.

الاستهلاكية المستقبلية ، وغالبا ما تكون استثمارات الأفراد حجمها صغير مقارنةً باستثمارات المؤسسات .

2/1 – مؤسسات مستثمرة :

يمكن أن تقوم المؤسسات بأشكالها المختلفة باستثمار ثرواتها ، وهذه الاستثمارات تتصف عادة بكبر الحجم ، وقد تكون تلك الاستثمارات مادية أو مالية ، كما تتميز هذه الاستثمارات عادة بتنوعها من ناحية الآجال والمناطق الجغرافية ، وهناك ثلاثة أنواع من المؤسسات الاستثمارية [1] :

1/2/1 – المؤسسات التي تدير استثمارات المعاشات التقاعدية ، والتي هي عبارة عن ادخار تلك المعاشات ومن ثم تقوم باستثمار الادخارات نيابة عن الموظفين ، مثل المؤسسة العامة للتأمينات الاجتماعية بدولة الكويت التي تقوم بإدارة واستثمار معاشات الموظفين .

2/2/1 – المؤسسات التي أنشئت من أجل أهداف إنسانية محددة ، ويمكن أن تكون تلك المؤسسات أنشئت لدعم التعليم في جامعة أو كلية معينة ، أو دعم أبحاث طبية محددة ، أو أنشئت لدعم مشاريع خيرية وغيرها من الأهداف والمشاريع الإنسانية .

3/2/1 – المؤسسات الاستثمارية المتخصصة ، حيث تقوم تلك المؤسسات بالأنشطة الاستثمارية المتنوعة بما في ذلك إدارة المحافظ والصناديق الاستثمارية كما يمكن أن تقوم تلك المؤسسات بإدارة صناديق استثمارات المعاشات التقاعدية أو تدير محافظ للمؤسسات الخيرية أو تقوم باستثمار أموال الأفراد ، وتتسم المؤسسات الاستثمارية المتخصصة بالخبرة والاحتراف في إدارة الاستثمارات المختلفة .

2 - طبيعة الاستثمار

يمكن تقسيم الاستثمار إلى نوعين أساسيين هما : الاستثمار المادي والاستثمار المالي[2] ، حيث إن الاستثمار المادي يشمل الأصول المادية الملموسة مثل الآلات والعقارات والبضاعة وغيرها ، بينما الاستثمار المالي هو عبارة عن عقود مكتوبة بأوراق ، مثل الأسهم العادية والسندات .

---

(1) Robert C. Radcliffe ، Op ، Cit ، p.5 .

(2)-WilliamF. Sharpe،gordonJ. Alexander،andJefferyV. Bailey،Investment(FifthEdition،U. S. A:Prentice Hall ، Inc.) P. 1 .

3 - تعدد الاستثمارات

الاستثمار قد يكون استثماراً فردياً مثل شراء آلة أو شراء سهم أو أكثر لنفس الشركة، أما الاستثمار المتعدد (محفظة الاستثمار) فهو الذي يشمل أصولاً مختلفة الأنواع سواء كانت تلك الأصول مادية أو مالية ، وتعتبر مجموعة من الاستثمارات الفردية (استثمارين فأكثر) محفظة استثمارات .

وبالنسبة لاستثمار أموال الأوقاف بدولة الكويت فإنه يأتي من ضمن المؤسسات التي تستثمر أموالها من أجل أهداف إنسانية ومشاريع خيرية .

وتشمل استثمارات الأوقاف على أصول مادية متمثلةً في العقارات والتي تشكل ما نسبته 50 % من إجمالي استثمارات الأوقاف ، وكذلك تشتمل على أصول مالية تتمثل في ودائع وأسهم شركات ومرابحات ومحافظ وصناديق استثمارية ، ويتم استثمار أموال الأوقاف مباشرةً أو عن طريق الاستعانة بشركات استثمارية متخصصة للقيام بإدارة استثمارات الأوقاف.

ثالثاً : الأدوات المتداولة في الأسواق المالية

1 - الأدوات المتداولة في السوق النقدية Money Market Instruments

وتعتبر أدوات السوق النقدية أشكال من الائتمان قصير الأجل والذي يتميز عن أشكال الائتمان طويل الأجل في أن المخاطرة فيها منخفضة جدا وسهولة تحويلها إلى نقد بسرعة ، وعائدها يميل إلى الانخفاض [1] ، وأجل هذه الأدوات عادةً أقل من سنة ، ويتم إصدار أدوات السوق النقدية بواسطة القطاع العام والخاص [2]، وسوف نذكر أهم الأدوات المستخدمة في سوق النقد.

1/1 – أذون الخزانة Treasury Bills

تصدر أذون الخزانة بواسطة وزارة الخزانة لمدة تتراوح بين ثلاثة شهور وسنة بقصد الحصول على قروض قصيرة الأجل نظير عائد منخفض ، ولا يحصل مشترو هذه الأذون على فائدة محددة أو دورية ، بل إنهم يشترون هذه الأذون بأقل من قيمتها الاسمية

(1) سيد الهواري ، الاستثمار والتمويل بالمشاركة في البنوك الإسلامية (القاهرة : مكتبة عين شمس ، 1996) ص 170 .
(2)LangbraatenandOthers،TheNorwegianMoneyMarket،NorgesBankEconomicBulletin،Vol.69، Iss.3،Sep.1998،PP.254-264.

وهو ما يسمى بسعر خصم ، ويمثل الفرق بين سعر الشراء والقيمة الاسمية العائد الذي يحصل عليه حاملو أذون الخزانة ، وتتمتع أذون الخزانة بدرجة عالية من السيولة وعائد منخفض نظراً لانخفاض المخاطرة وقصر الأجل.

2/1 – **شهادات الإيداع القابلة للتداول** Anegotiable CD

هذه الشهادة تقوم بإصدارها البنوك الكبيرة وبعض المؤسسات شبه المصرفية وهي عقد اتفاق بين البنك والعميل المودع لمبلغ معين ، بسعر فائدة محدد ، وتستحق بعد فترة محددة ، ولا يحق لحامل هذه الشهادة طلب استرداد قيمتها قبل تاريخ الاستحقاق ، وهذه الشهادات قد تكون شهادات إيداع محلية أو شهادات إيداع دولية . ومعظم شهادات الإيداع تصدر فائدة ثابتة، وهناك عدد محدود من هذه الشهادات تصدر بسعر فائدة متغير ، ويزيد معدل الفائدة في هذه الشهادات عن المعدل المرتبط بأذون الخزانة نظرا لاختلاف حجم المخاطرة فيما بينهم .

3/1 - **الأوراق التجارية** Commercial Paper

الأوراق التجارية تصدرها الشركات الكبرى والمؤسسات المالية المضمونة وتكون في شكل الكمبيالة والسند الأذني القابل للتداول ، والأوراق التجارية كأدوات السوق النقدية الأخرى تتميز بالأجل القصير والمخاطرة القليلة ، وعند تاريخ الاستحقاق يتجه حامل هذه الورقة إلى البنك الذي حددته الشركة المصدرة لتحصيل قيمتها الاسمية ، حيث يكون العائد الذي يحصل عليه حامل هذه الورقة هو الفرق بين القيمة الاسمية لهذه الورقة والمبلغ الذي تم دفعه عند شراء الورقة ، أي أن هذه الورقة تصدر على أساس سعر الخصم وليس فائدة محددة كما في السندات [1] ، وعادة تحمل الأوراق التجارية عائداً أعلى نوعاً ما من عائد أذون الخزانة ، إلا أنها ذات مخاطر أعلى بعض الشيء وسيولة أقل من أذون الخزانة .

4/1 – **القبولات المصرفية** Banker Acceptance

وهي سند مسحوب على البنك من قبل أحد العملاء الذي يلزم بدفع قيمة هذا الأمر في تاريخ الاستحقاق ، والقبولات المصرفية هي نتيجة لعمليات التجارة الخارجية ، ويكون البنك بمثابة الضامن من مخاطر عدم السداد .

(1) نبيل شاكر ، الإدارة الفعالة للأموال والمشروعات (الطبعة الثانية ، القاهرة : مكتبة عين شمس ، 1996) ص 334 .

ويمكن إعادة بيع هذه القبولات عدة مرات في أي وقت ، وعند تاريخ الاستحقاق يستطيع حامل هذا السند تحصيل المبلغ من البنك المسحوب عليه .

وصحيح أن القبولات المصرفية تتشابه والأوراق التجارية من حيث قصر الأجل ولكنها تعطي عائداً أقل نوعاً ما من الأوراق التجارية ، وعائداً أكبر من عائد أذون الخزانة.

5/1 – **شهادات الإيداع بالدولار في أوروبا** Eurodollar CDs

بالإضافة إلى شهادات الإيداع المحلية هناك شهادات الإيداع بالدولار وهذه الشهادات تودع خارج الولايات المتحدة ، إما في بنوك أجنبية أو في مكاتب للبنوك الأمريكية تقع في دول أجنبية [1]، وتتراوح عادة مدة هذا النوع من الودائع من يوم إلى سنتين ، وتحمل شهادات الإيداع الدولارية عائداً أعلى نوعاً ما من شهادات الإيداع المحلية القابلة للتداول .

6/1 – **اتفاقيات إعادة الشراء** Repurchase Agreements

يطلق عليها بعض الأحيان اسم ريبو " repo " وهي عبارة عن اتفاقية بين المشتري والبائع للأوراق المالية ، عندما يوافق البائع على إعادة شراء الأوراق المالية بالسعر المتفق عليه ، وذلك بوقت محدد في المستقبل ، وعادة يتم اللجوء إلى هذا النوع من الأوراق المالية عند حاجة الطرف الذي يبيع الأوراق المالية ثم يعيد شراءها إلى أموال ، بينما يحصل الطرف الثاني على أرباح نتيجة لشراء الأوراق المالية ثم بيعها للطرف الأول ، ويمكن فتح الريبو في أي وقت بواسطة الدائنين أو مقرضي الأموال ، وعلى الرغم من أن اتفاقيات إعادة الشراء تعتبر من الأدوات الجيدة ، إلا أن المستثمرين لا يقبلون عليها بكثرة مقارنة بالأدوات الأخرى التقليدية بسبب عدم الفهم الواسع لنوعية ومخاطر هذا النوع من الأدوات [2] .

2 - **الأدوات المالية في سوق رأس المال** Capital Market Instruments

وهي عبارة عن الأوراق المالية ذات الآجال الطويلة ، مثل الأسهم بنوعيها العادية والممتازة والسندات بأنواعها المختلفة ، وتتميز هذه الأوراق بارتفاع عائدها مقارنة بالأوراق المالية ذات الآجال القصيرة إلا أن مخاطرها أعلى .

---

(1)-DavidS. Kidwell،RichardL. Peterson، FinancialInstitutionsMarkets، andmoney(SecondEdition، U.S.A : The Dryden Press، 1989)، 41.

(2) Anonymous ، US Repo Market، Euromoney Journal ،Mar 1997، PP.14-16 .

1/2 الأسهم

تعتبر الأسهم أحد مصادر التمويل طويل الأجل ، ويعتبر السهم سند ملكية حيث يمنح المشارك في رأس مال الشركة شهادة توضح عدد الأسهم التي يملكها ، ويقبل المستثمرون على المساهمة في الشركات رغبة منهم في الحصول على عوائد وهذه العوائد ليست ثابتة كما في السندات ، وتحقق الأسهم مكاسب لمالكيها فقد تكون هذه المكاسب في شكل توزيعات أرباح أو في شكل أرباح رأسمالية نتيجة لارتفاع قيمة السهم السوقية ، وهناك نوعان من الأسهم هما الأسهم العادية والأسهم الممتازة .

1/2/2 - الأسهم العادية Common Stocks

تعتبر الأسهم العادية أحد مصادر التمويل طويل الأجل التي تلجأ إليه الشركات خاصة في بداية التكوين ، وتمثل الأسهم العادية ملكية لحائزها في رأس مال الشركة ، وتعطي هذه الملكية امتيازات وحقوقاً لحملة الأسهم العادية تتمثل في حق التصويت ، وحق الترشيح لعضوية مجلس الإدارة ، والحق في الاشتراك في الأرباح عند الموافقة على توزيعها ، بالإضافة إلى حق شراء الأسهم الجديدة . والقيمة التي يحملها السهم عند إصدار تسمى القيمة الاسمية، وهناك القيمة الدفترية للسهم والتي تأخذ في حسابها تأثيرات الأرباح المحتجزة أو الخسائر وهي عبارة عن قسمة حقوق المساهمين على عدد الأسهم، وهناك أيضاً القيمة السوقية للسهم والتي يحددها السوق نتيجة لتفاعلات العرض والطلب على السهم .

وهناك بعض الشركات التي تصدر أكثر من نوع من الأسهم العادية ، فقد تصدر الشركات أسهم النوع " أ " وهي خاصة بالمستثمرين الخارجين ، وأسهم النوع " ب " للمستثمرين المؤسسين ، وقد يحصل حاملو الأسهم " أ " على توزيعات أرباح لعدة سنوات محددة ، بينما يحصل حملة الأسهم " ب " على توزيعات أرباح وجميع الامتيازات الأخرى طوال عمر الشركة [1].

2/1/2 - الأسهم الممتازة Preferred stocks

يطلق عليها بعض الأحيان الأوراق المالية المهجنة Hybrid Security لأنها تشبه السندات في بعض الخصائص وتشبه الأسهم العادية بخصائص أخرى، فالأسهم الممتازة تشبه السندات من حيث إن توزيعات الأرباح التي يحصل عليها حملة

(1) William F. Sharpe، Investments (Third Edition، U.S.A : Prentice – Hall Int، 1985)، P.360 .

الأسهم الممتازة عادة ثابتة ولا تتغير مع مرور الزمن ، أما بالنسبة لتشابه الأسهم العادية بالأسهم الممتازة فإنهم معاً يشتركون في توزيعات الأرباح في حالة قدرة الشركة على دفع هذه التوزيعات ، غير أن حملة الأسهم الممتازة يحصلون على أرباح عند التوزيع قبل حملة الأسهم العادية ، كما أن الأسهم الممتازة تشبه الأسهم العادية من حيث إنهم ليس لهم تاريخ استحقاق معين فإن الأسهم دائمة بدوام الشركة [1] .

وتمثل الأسهم الممتازة حقاً لحاملها في ملكية الشركة بقدر حصته ،ويحصل حملة الأسهم الممتازة على حق امتياز يتمثل في نسبة معينة من الأرباح في حالة تحقيق الشركة لربح يسمح بتوزيع عائد ثابت على حملة الأسهم الممتازة ، ويحصلون على هذه التوزيعات مثل حملة الأسهم العادية ، وكذلك الأمر عند التصفية ، كما أن حملة الأسهم الممتازة لا يتمتعون بحق التصويت ولا حق الترشيح .

وفي السنوات الأخيرة ظهر هناك تصميم جديد للأسهم الممتازة ، وذلك لكي تكون أكثر جاذبية ، وقد تمثل ذلك في إصدار الأسهم الممتازة القابلة للتحويل ، حيث يعطي هذا النوع من الأسهم الحق لحاملها تحويلها إلى أوراق مالية أخرى ، كتحويلها إلى أسهم عادية مثلاً .

وهناك عدة أنواع للأسهم الممتازة تنقسم إلى الآتي [2]:

1 - أسهم ممتازة مشتركة في الأرباح ، فهي تشترك مع الأسهم العادية في أرباح الشركة بعد استيفاء نسبتها المحددة ، وأسهم ممتازة غير مشتركة في الأرباح .

2 - أسهم ممتازة مجمعة للأرباح حيث يحق لها الحصول على كامل أرباحها في السنين التالية إذا لم تكف الأرباح في سنة من السنين لدفع النسبة المحددة لها.

3 - أسهم ممتازة قابلة للتحول إلى أوراق مالية أخرى مثل الأسهم العادية .

وهناك الأسهم العالمية International Stocks وهي عبارة عن أسهم شركة تباع في بورصات البلدان الأخرى ، والتطور الذي حدث لهذه الأسهم يماثل التطور الذي حصل في الأسواق المالية للسندات العالمية ، وقد نشط سوق الأسهم العالمية خاصة بعد انتهاء

---

(1) R. Stepben Sears، and Gary L . Trennepohl ، Op، Cit .،P.61.

(2) نادية أبو فخرا ، اتجاه معاصر في إدارة المنشآت والأسواق المالية (الطبعة الأولى ، القاهرة : مكتبة النهضة العربية ، 1990) ص 71 .

الحرب الباردة وعند بدء عملية البناء لدول أوروبا الشرقية والاتحاد السوفيتي السابق ، بالإضافة إلى التطور الذي حصل في الأسواق العالمية .

وكما في السندات العالمية ، فإن المستثمرين في الأسهم العالمية يجب أن يكونوا حذرين تجاه المخاطر السياسية ، ومخاطر تغير سعر صرف العملات، ومعظم المستثمرين يتعاملون بالأسهم العالمية من خلال صناديق الاستثمار المشتركة .

2/2 – السندات Bonds

السندات عبارة عن تمويل طويل الأجل ، عادة تلجأ إليه الشركات التي تحتاج إلى اقتراض طويل الأجل ، وتتعهد الشركة المصدرة للسند بدفع فائدة دورية وإعادة قيمة السند عند فترة الاستحقاق .

يتم إصدار السندات عن طريق طرحها للاكتتاب العام أو الخاص بفئات محددة ، وتصدر السندات بشكل عام لآجال طويلة ، بالإضافة إلى صدورها بأنواع مختلفة حتى تحقق رغبات المستثمرين واتجاهاتهم .

وتختلف السندات عن الأوراق المالية في السوق النقدية في حالتين ، أولاً إن السندات تصدر وهي محملة بسعر فائدة ، بينما الأخرى تصدر على أساس الاستفادة من سعر الخصم ، ثانياً إن السندات تصدر لآجال طويلة تتراوح بين سنة و 40 سنة في بعض الأحيان ، بينما أدوات السوق النقدية عادة يكون أجلها أقل من سنة .

وهناك بعض الخصائص للسندات والتي تميزها عن الأسهم وهي تتلخص فيما يلي:

1 – تعتبر حملة السندات من دائني الشركة ، بينما تعتبر حملة الأسهم من ملاك الشركة .

2 – تحصل حملة السندات على فائدة محددة ، بينما يحصل حاملو الأسهم على أرباح بناء على توصية الجمعية العمومية وبالتالي فإن عوائد الأسهم غير ثابتة .

3 – تكون السندات لأجل معين ومحدد مسبقا ويتعين على الشركة سداد قيمة السندات في نهاية هذه المدة ، بينما الأسهم غير محددة بأجل معين .

4 – تعتبر حقوق حملة السندات مع حقوق غيرهم من الدائنين من الحقوق الأولى الممتازة التي يتعين على الشركة سدادها ، قبل توزيع أرباح على حملة الأسهم ،

وقد تقدم الشركة بعض أصولها كضمان لحقوق بعض الأنواع من السندات .

5 - حملة السندات لا يحق لهم التصويت ولا الترشيح في مجلس إدارة الشركة ، بينما يحق ذلك لأصحاب الأسهم .

أنواع السندات :

هناك أنواع مختلفة من السندات نذكر منها الأكثر شيوعاً .

1/2/2 - إصدارات الخزانة Treasury Issues

وتنقسم إصدارات الخزانة إلى نوعين هما :

1/1/2/2 - كمبيالة على الخزينة Treasury Note

وهي كمبيالة مسحوبة على خزينة الدولة تقترض بموجبها مالاً من الأفراد أو المؤسسات الخاصة ، وتدفع الحكومة فوائد عن هذا السند بالإضافة إلى قيمته وذلك وقت الاستحقاق ، ويصدر هذا النوع من السندات لآجال طويلة تتراوح من سنة إلى عشر سنوات .

2/1/2/2 - سندات الخزانة Treasury Bonds

سندات تصدرها الحكومة لأجل الحصول على أموال ، وتدفع على هذه السندات فوائد ، ويعتبر هذا النوع من السندات الأطول من ناحية الأجل في السندات الحكومية حيث يتراوح أجلها من 10 سنوات إلى 30 سنة .

2/2/2 - سندات الوكالة الفدرالية Federal Agency Bands

بالإضافة إلى السندات الحكومية ، هناك العديد من سندات الوكالة الفدرالية ، وتصدر هذه السندات من أجل الحصول على تمويل لدعم مشاريع إسكانية أو زراعية أو تعليمية ، وهناك وكالات محددة يحق لها إصدار هذا النوع من السندات ، وسندات الوكالات تكون في أشكال وآجال متنوعة ، وعائد هذه السندات أعلى من عائد سندات الخزانة ، إلا أن مخاطرها أعلى .

3/2/2 - سندات البلدية المحلية Municipal Bonds

لهذه السندات نفس آجال سندات الخزانة وسندات الوكالات ، ويتم إصدارها بواسطة الحكومية المحلية أو الولاية عندما تحتاج للاقتراض لتمويل مشروعات داخل المناطق التابعة لها ، كتمويل الطرق والجسور والمدارس وغيرها من المشروعات ، ويباع هذا النوع

من السندات بواسطة الحكومة المحلية والبنوك العامة التي تصدر مثل هذه السندات ، ومن ثم يتم تداولها بين المستثمرين بالبيع والشراء كالسندات الحكومية الأخرى .

4/2/2 – سندات الشركات Corporate Bonds

يتم إصدارها عن طريق الشركات الكبيرة التي تحتاج إلى اقتراض طويل الأجل ، حيث يصبح حاملو هذا النوع من السندات دائنين للشركة المصدرة للسند ، وتتعهد الشركة بدفع فائدة دورية بسعر محدد بالإضافة إلى قيمة السند في تاريخ الاستحقاق ، وسندات الشركات أعلى عائداً من سندات الوكالات وسندات الخزانة .

وهناك عدة أنواع لسندات الشركات نذكر منها :

1 – السندات المضمونة وذلك برهن بعض أصول الشركة عند فشلها وعجزها عن الوفاء بالتزاماتها في دفع الفائدة الدورية أو سداد قيمة السندات عن الاستحقاق، فيمكن لحملة هذا النوع من السندات الاستيلاء على أصول الشركة (الضامنة) وبيعها بالمزاد وتقسيم ما يحصلون عليه فيما بينهم .

2 – السندات غير المضمونة بأي رهونات وتسمى هذه سندات عادية ، وتصدر هذه السندات الشركات ذات المركز المالي القوي، والمركز المالي للشركات يجعل المستثمرين يثقون بها ولا يطلبون ضماناً .

3 – السندات القابلة للتحول إلى أوراق مالية أخرى ، فنجد أن هذا النوع من السندات قابل للتحول إلى أسهم عادية وذلك في حال رغبة أصحابها وهناك سندات أخرى غير قابلة للتحول .

4 – السندات المضمونة من جهات خارجية ، وهذا النوع من السندات هو مضمون من الحكومة ، وقد يكون الضمان من حيث سداد قيمة السندات أو سداد فائدة السندات.

5 –السندات التي يكون من حق الشركة المصدرة سداد قيمتها قبل ميعاد الاستحقاق ، حيث يمكن أن تقوم الشركات بسداد كل أو جزء من سنداتها المصدرة وذلك قبل ميعاد الاستحقاق المحدد وذلك إذا ما سمحت أحوالها المالية .

5/2/2 – السندات الدولية International Bands

زاد هذا النوع من السندات في السنوات الأخيرة ، وتصدر هذه السندات في دول

مختلفة وبعملات متنوعة ويتم تداولها في بورصات عالمية وتحتفظ الولايات المتحدة بحصة كبيرة بسوق السندات الدولية ومن ثم تليها اليابان ، ويميز السندات الدولية في أنها ذات عائد أعلى من السندات الأخرى ويتعرض هذا النوع من السندات إلى مخاطر العملات والمخاطر السياسية .

3/2 **الأوراق المالية القابلة للتحويل** Convertible Securities

وهي عبارة عن الأسهم الممتازة والسندات التي تتمتع بميزة تعطي صاحبها الحق في تحويلها إلى أسهم عادية مستقبلا ، وذلك حسب الأسعار الجارية وقت تحويل هذه الأوراق القابلة للتحويل إلى أسهم عادية ، وحق التحويل هذا يشجع المستثمرين على شراء تلك الأوراق .

3 - **الأوراق المالية المشتقة** Derivative Securities

في السنوات الأخيرة تم إصدار العديد من الأوراق المالية الجديدة في الأسواق المالية ، وكان من أهمها الأوراق المالية المشتقة ، وهذا النوع من الأوراق لا يشبه الأوراق المالية ذات الدخل الثابت ولا يشبه الأسهم بنوعيها الممتازة والعادية ، حيث إن الأوراق المالية المشتقة هي عبارة عن الاستثمار الذي تتحدد قيمته الأولية بالاعتماد على قيمة الأوراق المالية الأخرى ، أي إن التغير في قيمة الأوراق المالية المشتقة يتبع التغير في الأوراق المالية الأخرى ، والأوراق المالية المشتقة لا تنشأ من تلقاء نفسها ولكن وجودها يعتمد على وجود أوراق مالية أخرى .

وهناك ثلاثة أنواع من الأوراق المالية المشتقة تستخدم على نحو واسع :

1/3 – الاختيارات (حق الشراء والبيع) Option

وهي عبارة عن الحقوق التي يصدرها المستثمرون في صورة عقود يتم إبرامها فيما بينهم دون أية علاقة بالشركة مصدرة هذه الأسهم محل التعاقد ، ويمكن أن تأخذ هذه الحقوق اتجاهين هما : حق الشراء Call option وهو عبارة عن اتفاق بين طرفين يملك أحدهما حق شراء عدد معين من الأسهم بسعر معين خلال فترة محددة ويلتزم الطرف الآخر بتلبية هذا الطلب قبل التاريخ المحدد وذلك في إطار توقع مشتري الحق بارتفاع الأسعار . وحق البيع put Option وصاحب هذا الحق يتوقع انخفاض أسعار الأسهم محل التعاقد خلال فترة سريان العقد ، حيث يلتزم الطرف الآخر بالشراء بالأسعار

المحددة وقت إبرام العقد ويمثل الفرق بين سعر الشراء عند الانخفاض وبين السعر الذي التزم به الطرف الآخر الربح الذي سوف يحصل عليه صاحب حق البيع ، وإذا لم ينخفض السعر فإن صاحب الحق سوف يتخلى عن استخدام حقه هذا . [1]

2/3 حقوق الشراء المصدرة من الشركات (الكفالات Warrants)

وصورة التعامل هنا محصورة داخل نطاق حقوق الشراء فقط وليس حقوق البيع ، وذلك بدخول الشركة مصدرة الورقة المالية كأحد طرفي التعاقد ويمثل الطرف الثاني المستثمر الذي يرغب بشراء هذا الحق ، والذي يتيح له الحق شراء عدد من أسهم الشركة المصدرة بسعر معين خلال فترة معينة ، قد تمتد لفترات طويلة مقارنة بحقوق البيع والشراء السابق ذكرها .

وتتميز الكفالات بعدة سمات [2] نذكرها فيما يلي :

1 – الكفالات محددة بمدة معينة تنتهي بانتهاء المدة ، ومعظمها تصلح للاستخدام لمدة سنتين ، وهناك كفالات مدتها عشر سنوات .

2 – معظم الكفالات محددة بأسهم عادية التي تصدرها الشركات .

3 – على الرغم من أن حملة الأسهم العادية يحصلون على توزيعات أرباح فان حملة الكفالات لا يحصلون على توزيعات أرباح وليس لهم حق التصويت في الشركة إلا عند استخدام حملة الكفالات حق الممارسة ومن ثم يصبحون ملاكاً للأسهم .

4 – قيمة الكفالات تتبع سعر الأسهم والمتغيرات المتعلقة بها ، فإذا ارتفع سعر السهم تزيد قيمة الكفالات والعكس صحيح .

والكفالات تتشابه والخيارات في أن كليهما يعطي لحامله حق الاختيار في الممارسة إلا أن الخيارات أجلها أقصر من الكفالات حيث إن الخيارات عامة مدتها أقل من تسعة شهور ، وفي السنوات الأخيرة ظهرت خيارات ذات أجل أطول يصل إلى سنتين ، بالإضافة إلى أن الكفالات تصدرها الشركات ويتم بيعها للمستثمرين ، بينما الخيارات يصدرها المستثمرون في صورة عقود يتم إبرامها فيما بينهم دون أية علاقة بالشركة مصدرة هذه الأسهم محل التعاقد .

---

(1) Robert W. Kolb، Option (Third edition، U.K.: Black well Publishers Lte) P.2.

(2) R. Stepben Sears، and Gary L . Trennepohl ، Op، Cit .،P.68 .

3/3 - العقود المستقبلية :

عبارة عن عقد ينص على أن يقوم البائع بتسليم المشتري الأصل المعين بكميات معينة في تاريخ متفق عليه في المستقبل وبسعر محدد ، والأصل هنا لا يتم تسلمه إلا في تاريخ التسليم ، وقد يقوم البائع والمشتري بوضع ضمانات للالتزام بالعقد وقد تكون هذه الضمانات في شكل ودائع وذلك لحماية كل من طرفي العقد ، وهذه العقود عادة مرتبطة بالمستقبل كأن يتم تسليم منتجات زراعية في المستقبل ، أو يتم بيع عملة أو ورقة مالية معينة ويتم التسليم في المستقبل [1] ، وقد زاد المستثمرون من استخدامهم للعقود المستقبلية رغبةً منهم بتحصيل العوائد الجيدة ، نظراً لانخفاض التكلفة في هذه العقود [2] .

رابعا : أدوات الاستثمار الإسلامية :

هناك بعض الأدوات الاستثمارية التي تتماشى وأحكام الشريعة الإسلامية حيث تشتمل هذه الأدوات على أعمال الاستثمار بأنواعها المختلفة من الإجارة والاتجار ، والمشاركة ،والاسترباح .

1 - الإجارة :

تعتبر الإجارة من أقدم أساليب الاستثمار ، ويقصد بالإجارة عمليات تشغيل الأموال في غير الشراء ، أي أن محل هذه العمليات يكون بيع المنفعة وليس العين [3] .

وتعرف الإجارة بأنها عقد يفيد تمليك المنافع بعوض[4] ، وتختلف الإجارة عن الإعارة حيث إن الأخيرة عبارة عن تمليك المنفعة بغير عوض .

وأركان الإجارة أربعة وهي المستأجر ، والمؤجر ، والأجرة ، والمنفعة .

وتنقسم عمليات الإجارة إلى نوعين [5] :

---

(1) William F. Sharpe ، Gordon J. Alexander ، Feffery V. Bailey ، Op ،Cit ،،P726 .

(2)Barr،PaulG.،FundsIncreasingUSEofDerivatives،pensionsandInvestmentJournal،Vol.25،Feb.1997، PP. 1-33 .

(3) عز الدين محمد خوجه ، أدوات الاستثمار الإسلامي (الطبعة الأولى ، جدة : مجموعة دولة البركة ، فبراير 1993) ص 59 .

(4) العياشي فداد و محمود أحمد مهدي ، مرجع سبق ذكره ، ص 64 .

(5) عز الدين محمد خوجة ، مرجع سبق ذكره ، ص 60 .

1/1 الإجارة على المنافع :

وهي التي تعقد على الأعيان ، بأن يتم دفع عين مملوكة لمن يستخدمها لقاء عوض معلوم ، وتتم هذه الإجارة على نوعين من الأعيان هما الأعيان المنقولة كالأواني والحلي، والأعيان الثابتة كإجارة الدور والمنازل والأراضي .

2/1 الإجارة على الأعمال :

وهي التي تعقد على أداء عمل معلوم لقاء أجر معلوم وقد يأخذ هذا الأسلوب صورتين: أما الأجير الخاص وهو الذي يعمل لشخص واحد ، أو الأجير المشترك وهو الذي يعمل لعامة الناس .

وتعتبر الإجارة أسلوب تمويلي دوري وطويل الأجل حيث إن هذا الأسلوب يحل معضلة السيولة من خلال توفيرها بصفة دورية ولآجال طويلة .

وهناك عقد الإجارتين ويعني لجوء ناظر الوقف إلى إجارة عقار الوقف الذي خرب والذي لا يدر أي عائد ، إجارة طويلة بإذن القاضي .بأجرة معجلة تقارب قيمة العقار يعمر بها الوقف، وأخرى تكون مؤجلة تدفع سنويا على أقساط ، وهذا العقد يعطي للمستأجر (دافع المال) حق التصرف في العقار بعد تجديده ، بل إن الحق لا ينتهي بموت صاحبه وإنما ينتقل إلى ورثته [1] .

وهناك أيضا الإحكار والذي يشبه صيغة الإجارتين ، ويقصد بالإحكار أن يسلم متولي أرض الوقف الخالية لشخص يسمى المستحكر يقوم بإعمار أرض الوقف ويتصرف فيها بالبناء والغرس وسائر وجوه الانتفاع ، ويكون ذلك مقابل مبلغ يقارب قيمة الأرض ويدفع أيضا أجرة سنوية ضئيلة وقد يستفاد من مبلغ المتحصل من المستحكر في تمويل عقارات أخرى[2].

2 - المشاركة :

الشراكة والشركة هي صورة من صور المشاركة [3] ، وتعني الخلط والمزج ، فهي خلط النصيبين بحيث لا يتميز أحدهما عن الآخر .

---

(1) العياشي فداد ، محمود أحمد مهدي ، مرجع سبق ذكره ، ص 66 . .

(2) المرجع السابق ، ص 67 .

(3) منير هندي ، إدارة الأسواق والمنشآت الملية (الاسكندرية : منشأة المعارف ، 1997) ، ص 281 .

والمشاركة شرعت لمصالح العباد ، وحاجاتهم إلى استنماء المال ، والشركة طريق صالح للاستنماء بل قد يكون متحتماً في بعض الأحيان وذلك كما في المشروعات الكبيرة التي تقتصر على أموال الرجل الواحد دون القيام بها مع ما فيها من النفع العظيم والفائدة العامة ، فكان القول بمشروعيتها محققا لصالح الأمة وملتقيا مع مقاصد الشريعة [1].

والمشاركة نظام لاستثمار الأموال في الإسلام وهي عقد بين المتشاركين في رأس المال وكذلك الاشتراك في العمل والإدارة والتصرف بالإضافة إلى الاشتراك في نتائج العمليات سواء أكانت ربحاً أم خسارة وتستمر المشاركة عادة لآجال طويلة ، ويعتبر استثمار الأموال طبقاً لنظام المشاركة من أهم الطرق المشروعة وذلك لملاءمتها مع طبيعة المشروعات الاقتصادية المعاصرة سواءً كانت مشروعات تجارية أم زراعية أو صناعية أو خدمية [2] .

وتنقسم الشركات في الفقه الإسلامي إلى ثلاثة أنواع [3]:

1/2 : شركة الأعمال : وهي عقد يتفق بموجبه اثنان فأكثر على تقبل عمل من الأعمال كالتجارة وغيرها ، والاشتراك في أداء العمل معا ويقسم ما يحصل من أرباح حسب الاتفاق .

2/2 : شركة الوجوه : وهي عقد يتفق بموجبه اثنان فأكثر على أن يشتروا بوجاهتهم وسمعتهم بضائع وسلع بالأجل وبالدين على أن تكون وجاهتهم هي الضمان لهذا الدين ، وتتم قسمة ما يحصل من ربح بينهم .

3/2 : شركة الأموال : وهي عقد يتفق بموجبه اثنان فأكثر على الاشتراك في تقديم المال وذلك للاتجار فيه ، ويقسم ما يحصل من الربح بينهم حسب نسبة يتفقان عليها وكذلك الأمر بالنسبة للخسارة حيث يتحملونها بقدر حصصهم في رأس المال .

وهناك نوعان من المشاركات التي تطبقها البنوك الإسلامية ، وهما المشاركة الدائمة

---

(1) محمد صلاح محمد الصاوي ، مشكلة الاستثمار في البنوك الإسلامية وكيف عالجها الإسلام (الطبعة الأولى ، جدة : دار المجتمع للنشر والتوزيع ، 1990) ص 137 .

(2) أحمد عفيفي " معايير استثمار الأموال في الاسلام " مجلة الاقتصاد الإسلامي (العدد 170 – السنة الخامسة عشر يونيو 1995) ص 48 .

(3) عز الدين خوجة، مرجع سبق ذكره ، ص 90 .

حيث يدل اسمها عليها إذ تتسم بالاستمرارية والدوام حتى انتهاء الشركة ويحق للشريك أن يتنازل عن حصته لشريك جديد وحسب الاتفاق . والنوع الثاني المشاركة المتناقصة حيث يتنازل الطرف الثاني كأن يكون بنكاً مثلاً عن حصته تدريجيا وعند انتهاء مدة السداد يخرج البنك من المشروع وبالتالي يمتلك الشريك الآخر المشروع كله .

وعلى الرغم من أهمية المشاركة كأداة استثمارية تساهم في تنمية الموارد المتاحة لدى الأفراد والمؤسسات وذلك بالدخول بالشراكة في المشاريع المختلفة التي يصعب على أحد الأطراف القيام بها منفرداً ، إلا أن الشراكة قد تواجه مصاعب تتمثل في سوء نية بعض الشركاء أو انسحابهم من هذه الشركة مما قد يؤثر سلبياً على أعمال الشركة.

3 - عقد الاستصناع

يعرف الاستصناع بأنه عقد صانع على عمل شيء معين بالذمة ، أي العقد على شراء ما سيصنعه الصانع ، حيث يقدم الصانع العين والعمل ، أما إذا قدم المستصنع العين فإنه يصبح عقد إجارة وليس استصناعاً [1] .

وعقد الاستصناع يجمع أكثر من خاصية ، مثل خاصية بيع السلم من حيث جوازه على بيع شيء غير موجود وقت العقد ، وخاصية الإجارة لأن فيه عملاً إلى جانب بيع مواد ودفع أجرة مؤجلة.

الخطوات العملية لبيع الاستصناع والاستصناع الموازي[2]:

1 - عقد بيع الاستصناع :

وهو عقد بين طرفين هما المشتري والبنك ، حيث يعبر الطرف الأول (المشتري) عن رغبته لشراء سلعة ، ويتقدم للبنك بطلب استصناعه بسعر معين ويتفق على طريقة الدفع ، ويلتزم الطرف الثاني بتصنيع السلعة المعينة وتسليمها في الوقت المحدد والمتفق عليه .

2 - عقد الاستصناع الموازي :

وهذا العقد بين طرفين هما البنك والبائع ، حيث يعبر البنك عن رغبته في استصناع

---

(1) برنامج أساليب الاستثمار الإسلامي في المجالات المصرفية والتجارية ، شركة الاستثمار البشري - وحدة التدريب الكويت ، ص 29 .

(2) عز الدين خوجه ، مرجع سبق ذكره ، ص 51 .

الشيء الذي التزم به في عقد الاستصناع الأول ويتفق مع البائع الصانع على ثمن تصنيع السلعة المعينة والوقت الذي سوف تسلم فيه السلعة .

3 - **تسليم وتسلم السلعة :**

وهنا يقوم البائع بتسليم الشيء المصنوع إلى البنك مباشرة أو إلى أي جهة يحددها البنك في العقد ، ومن ثم يقوم البنك أو من ينوب عنه بتسليم الشيء المصنوع إلى المشتري ويمكن أن يتم تفويض البائع بتسليم المشتري السلعة مباشرة ويقوم المشتري بالتأكد من مطابقة السلعة لمواصفاتها التي طلبها بعقده الأول مع البنك .

ويستخدم عقد الاستصناع في صناعات متطورة ومهمة جدا في الحياة المعاصرة كاستصناع الطائرات والقطارات والسفن ومختلف الآلات التي تصنع في المصانع الكبرى أو المعامل اليدوية وغيرها من الصناعات الثقيلة التي تحتاج إلى تمويل .

4 - **المضاربة :**

إن المضاربة هي أساس العمل في الغالبية العظمى من المؤسسات المالية الإسلامية في وقتنا المعاصر ، وتطلق المضاربة على دفع مال معين معلوم لمن يتجر فيه مقابل جزء مشاع معلوم له من ربح هذا المال.

وتعتبر المضاربة نوعاً من استئجار إدارة ذات خبرة لإدارة مشروع معين . وتقوم المضاربة في جوهرها على تلاقي أصحاب المال وأصحاب الخبرات بحيث يقدم الطرف الأول ماله ويقدم الطرف الثاني خبرته بهدف تحقيق الربح الحلال الذي يقيم بينهما حسب النسب التي تم الاتفاق عليها . وذلك كأن يقدم البنك رأس مال المضاربة بصفته رب العمل ، ويقدم الطرف الثاني المضارب جهده وخبرته لاستثمار المال ومن ثم يتم تقسيم الربح إذا تحقق حسب الاتفاق ، أما في حالة حصول خسارة فإنه يتحملها رب العمل (البنك) ومن ثم فإن المضارب يخسر جهده وتعبه [1] .

وتنقسم المضاربة إلى نوعين إما مضاربة مطلقة كأموال المودعين في بنك إسلامي أو مضاربة مقيدة وهي المرتبطة بمشروع معين أو مكان معين .

---

(1) عز الدين خوجة ، مرجع سبق ذكره ، ص 119 .

ويشترط أن يكون رأس مال المضاربة معلوماً لأنه من الواجب الرجوع إلى صاحبه في نهاية المضاربة ، وكذلك نصيب المتعاقدين في الربح يجب أن يكون معلوماً ، ويجوز الاتفاق على نسب بينهما وليس بالضرورة تساوي النسبتين ، ورأس المال لا يعتبر ديناً في ذمة المضارب لأن الدين يجب إرجاعه إلى صاحبه بالكامل ، بل المضارب هو عبارة عن أمين وشخص رشيد يستثمر المال ، ويجوز تقييد المضارب ببعض القيود التي يسري صاحب المال أنها في المصلحة .

وتجدر الإشارة إلى أن المضاربة قد تصاحبها مخاطرة ، حيث إن صاحب المال يسلم رأس المال إلى المضارب الذي يتولى العمل والإدارة ولا يكون مسؤولاً عن الخسارة ، ومن ثم ربما قد يكون هذا المضارب مجازفاً ومقامراً وغير مبالٍ باستثمار المال أو قد يكون على عكس ذلك لديه إفراط بالتحفظ ، ونتيجة هاتين الحالتين آثار سلبية على مال المضاربة .

5 - السلم :

يعرف السلم بأنه بيع موصوف في الذمة ببدل يعطى عاجلاً ، وهو عبارة عن معاملة مالية يتم بموجبها دفع الثمن عاجلاً إلى البائع الذي يلتزم بتسليم الشيء المتفق عليه للمشتري في الأجل المعلوم .

ويشترط في المبيع أن يكون معلوم القدر ، وأن يكون الشيء الذي يتم وصفه وتحديده حتى يتم ضبط صفاته حتى لا تؤدي الجهالة في الشيء المبيع إلى منازعات ، ويعتبر الشيء المبيع ديناً في ذمة البائع حتى يتم تسليم المبيع عند حلول الأجل .

وقد يتعرض السلم إلى مشاكل تتمثل في عدم التسليم في الأجل المحدد أو الاختلاف في المواصفات وقت التسليم .

6 - المرابحة

بيع المرابحة هو أحد أنواع البيع ، وهو عبارة عن بيع العين بالثمن أي بيع السلعة بمثل الثمن الأول الذي اشتراها البائع به مع زيادة ربح معلوم متفق عليه.

وتنقسم المرابحة إلى نوعين هما بيع المرابحة العادية وهو قيام البائع بشراء سلع معينة ، ومن ثم يعرضها بسعر أعلى من سعر الشراء لتضمن هذا السعر هامش ربح معين ، دون الاعتماد على وعد مسبق بشراء تلك السلع ، والنوع الثاني هو بيع المرابحة

المقترنة بوعد وهنا يتم إدخال طرف ثالث كالبنك مثلاً الذي يعتبر تاجراً وسيطاً بين البائع والمشتري، حيث إن البنك لا يشتري السلع إلا بعد تحديد المشتري لرغباته ووجود وعد مسبق بالشراء [1]، إلا أن مخاطرة هذا النوع من عقود البيع تكمن في إخلال المشتري بوعده المسبق ، ومدى التزامه بهذا العقد .

خطوات إنجاز المعاملة [2] :

1 - يتقدم العميل بعرض سعر للبضاعة من المؤسسة (البائع) موجها إلى البنك.

2 - يقوم البنك بشراء البضاعة .

3 - يتم بيع البضاعة إلى العميل ويعطى إذن استلام وذلك لكي يتسلم البضاعة من البائع الأصلي (الشركة) .

خامساً : عائد ومخاطر الاستثمار :

إن الهدف من الاستثمار هو تحقيق معدلات عائد مناسبة ، ولكن معدل العائد المتوقع على الاستثمار المرغوب الحصول عليه يتعرض لمخاطر مختلفة المصادر تجعل من الصعب تحديد هذا المعدل بدقة ، حيث تعتبر المخاطر من الأمور التي يجب أن تؤخذ بالاعتبار عند اتخاذ القرارات الاستثمارية ، لهذا فإنه من الضروري فهم مصادر الخطر التي تتعرض لها المنشأة وكيفية قياسها وكذلك تأثير الخطر على معدل العائد الذي ترغب المنشأة في تحقيقه [3] .

1 - العائد المتوقع على الاستثمار

نظراً لأن المنشآت تعمل في ظل ظروف تتسم بعدم التأكد من المستقبل ، لذا أصبح من الصعب تحديد العائد المتوقع الحصول عليه في المستقبل من هذا الاستثمار ، غير أن المستثمر يقوم بوضع إطار للتوزيع الاحتمالي للحصول على هذا العائد ، ويقصد بالتوزيع الاحتمالي هو الاحتمالات المرتبطة بحدث معين أو احتمال حدوث حالة معينة ، كحدوث حالات مختلفة للظروف الاقتصادية إما حالة رواج أو حالة عادية أو حالة كساد ، بحيث يكون إجمالي هذه الاحتمالات واحداً صحيحاً ، كما يمكن تقدير العائد المتوقع الحصول عليه من خلال بيانات فترات زمنية سابقة .

---

(1) عز الدين خوجة ، مرجع سبق ذكره ، ص 27 .

(2) برنامج أساليب الاستثمار الإسلامي في المجالات المصرفية والتجارية ، مرجع سبق ذكره ، ص 33 .

(3) شامل محمد الحموي ، إدارة التمويل (القاهرة : مكتبة عين شمس ، 1996) ، ص 9 .

أما بالنسبة للعائد المتوقع للمحفظة ، فنظراً لأن المحفظة تتكون من عدة استثمارات فردية فإنه من الطبيعي أن يتأثر عائد المحفظة بعائد كل استثمار فردي على حدة وكذلك وزن أو نسبة هذا الاستثمار داخل المحفظة .

2 - مخاطرة الاستثمار

عندما تكون التدفقات النقدية أو الإيرادات غير معلوم الحصول عليها فإنه يطلق على هذه الحالة (الخطر) أو (عدم التأكد) ، وهنا يتم استخدام تعبير الخطر كمرادف لعدم التأكد ، وهناك اختلاف أو فرق بين الخطر وعدم التأكد [1] والاختلاف أو الفرق بين المخاطر وعدم التأكد يكمن في الطريقة التي يتم فيها تقدير التوزيع الاحتمالي للتدفقات النقدية ، حيث إن المخاطر يتم فيها وضع هذه التقديرات على أساس البيانات التاريخية، أما عدم التأكد فهو وضع التقديرات على أساس الحكم الشخصي لمتخذ القرار [2] ، ويتم استخدام الانحراف المعياري كمقياس للمخاطرة .

3 - معامل الاختلاف

يعتبر معامل الاختلاف مقياس نسبي للمخاطرة ، حيث إنه يبين لنا وحدات الخطر مقابل كل وحدة عائد ، ويتم قياسه بقسمة الانحراف المعياري على العائد المتوقع، ويقيس معامل الاختلاف درجة الاختلاف في العائد والمرتبطة بدرجة المخاطرة (الانحراف المعياري) .

على الرغم من أهمية قياس عائد ومخاطر الاستثمار ، إلا أن المستثمرين تختلف وجهات نظرهم في اختيار البدائل الاستثمارية فمنهم من يختار الاستثمار الذي تكون درجة المخاطرة فيه عالية والعائد المتوقع مرتفع ، بينما يفضل البعض كراهية المخاطرة فيقبلون عائداً منخفضاً ومخاطرة منخفضة .

سادساً : التنويع في الاستثمار

التنويع هو مفتاح فعال للإدارة المخاطر ، فمن خلال التنويع الصحيح يمكن للمخاطر أن تنخفض بدون أن يتأثر العائد المتوقع للمحفظة [3]، وقد جاءت نظرية محفظة الأوراق

---

(1) شامل محمد الحموي ، مرجع سبق ذكره ، ص 96 .

(2) منير هندي ، الفكر الحديث في مجال الاستثمار (الإسكندرية : منشأة المعارف ، 1996) ص 241 .

(3) Rebort C. Radciffe ، op.Cit ،. P. 221 .

المالية والتي تركز على التنويع أو التوزيع الأمثل للموارد ، حيث إن التنويع أو نشر المخاطر يخلق شعوراً جيداً عند المستثمرين ولكن مهما كان التنويع فإنه لا يزيل أو يبعد المخاطرة ، إلا أنه يجب على المستثمرين القبول بجزء من المخاطر في سبيل توقعهم الحصول على عائد أو مكافأة [1]، وهناك أسلوبان أساسيان للتنويع هما التنويع البسيط وتنويع ماركوتز .:

1 - التنويع البسيط :

التنويع البسيط أو الساذج هو عبارة عن تنويع عشوائي وهذا التنويع يمكن تعريفه بالمثل القائل لا تضع كل البيض في سلة واحدة أي نشر المخاطر وفكرة هذا التنويع بأنه كلما كثر عدد الأوراق المالية في المحفظة كلما كان ذلك أفضل للمحفظة من ناحية تقليل المخاطر ، حيث إن المحفظة التي تحتوي على عشرين ورقة مالية تصدرها مؤسسات مالية مختلفة هي أكثر تنويع من المحفظة التي تشتمل على عشر ورقات مالية وهكذا .

التنويع البسيط عادة يخفض المخاطر غير المنتظمة إلى مستوى الصفر تقريبا عندما تشكل محفظة تشتمل على خمس عشرة ورقة مالية تصدرها منشآت مختلفة ومختارة عشوائيا ، ويرجع السبب في ذلك إلى التقلبات في عوائد الأوراق المالية للمنشآت المختارة عشوائيا أنها متفرقة وليس هناك ارتباط بينها ، وأن زيادة مكونات المحفظة بأكثر من خمس عشرة ورقة مالية لا يتوقع منه أن يؤدي إلى تخفيض يذكر في المخاطر غير المنتظمة [2] .

2 - تنويع ماركوتز :

يقوم هذا التنويع على فكرة مؤداها أن مخاطر المحفظة لا تتوقف على مخاطر استثمارات التي تتكون منها فقط ، بل كذلك على العلاقة التي تربط بين تلك الاستثمارات، حيث مراعاة طبيعة الارتباط بين عوائد الاستثمارات التي تشتمل عليها المحفظة [3]، وتقل مخاطر المحفظة كلما قل الارتباط بين عوائد الاستثمارات التي تتكون منها هذه

---

(1)DobbinsRichard، WittS. FandFieldingJohn، PortfolioTheoryandInvestmentManagement(Second Edition : Oxford، ok : Black well Publishers، 1994)، P. 12 .

(2)-Francis Jack Clark، Investments: Analysis and Management (Fourth Edition:)، New York: Mc Grow - Hill Book، 1986)، P. 747 .

(3) منير إبراهيم هندي ، الفكر الحديث في مجال الاستثمار ، مرجع سبق ذكره ، ص 283 .

المحفظة [1]، فعندما تكون العلاقة طردية بين عوائد استثمارات المحفظة فإن المخاطر التي تتعرض لها تلك المحفظة تكون أكبر مما لو كانت تلك العوائد لا يوجد فيها ارتباط وتكون المحفظة أفضل إذا كانت العلاقة عكسية بين عوائد الاستثمارات داخل المحفظة.

وتنويع ماركوتز يعتبر أكثر تحليلاً من التنويع البسيط ، حيث إنه يأخذ في الاعتبار الارتباط بين الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة [2].

هناك العديد من الدراسات حاليا تقترح أنه لتحقيق عوائد ومخاطر مناسبة يجب أن يقوم المستثمرون بتشكيل محافظ تتكون من سندات وأوراق مالية ذات سمعة جيدة . وهناك أبحاث أخرى تشجع أن تتكون تلك المحافظ على قاعدة عريضة من الأصول والسلع والعقود المستقبلية . بالإضافة إلى أنه يفضل أن تشتمل المحفظة على أسهم وسندات محلية وعالمية وأذون خزانة أي أن يكون هناك تنويع محلي ودولي داخل المحفظة حتى نتمكن من الحصول على عوائد ومخاطر مناسبة [3] .

والمحفظة الاستثمارية الكفوءة هي التي تحقق لنا أعلى عائد متوقع مقارنة باستثمارات بديلة على نفس مستوى من المخاطر ، أو تلك الاستثمارات التي تحقق لنا مخاطر أقل عندما تكون الاستثمارات البديلة على نفس مستوى العائد المتوقع [4] .

وهذا يعني أن المستثمر إذا ما تساوت أمامه البدائل الاستثمارية من حيث المخاطر فإنه يختار الاستثمار الذي يحققه له أعلى عائد ، أو إذا ما تساوت من حيث العائد فإن المستثمر يختار أقل تلك البدائل أو الفرص الاستثمارية مخاطرة .

التوزيع الأمثل للثروة :

إن من أهم الأمور الذي يهتم بها المستثمرون سواء كانوا من الأفراد أو المؤسسات المختلفة هو كيفية توزيع الموارد أو الثروات على أنواع الاستثمار المختلفة ، والاختيار بين البدائل الاستثمارية المتنوعة ، ومشكلة توزيع الثروة على الاستثمارات الفردية داخل المحفظة يتم حلها بالتزامن مع مشكلة تقليل المخاطرة إلى أدنى حد لها ، ويمكن حل

---

(1) Harry Markowitz، Portfolio selection ، The Journal of Finance (Volume 7، 1952) ، P.89.

(2) Francis Jack Clark ، Op،Cit. P.763.

(3) – Smith Gary، Investments (London : Scott، F.L.، Brown H.Education) P.457 .

(4) Francis Jack Clark ، Op.Cit. P.745.

هذه المشكلة والتوصل إلى التوزيع الأمثل للثروة والذي يحقق لنا أقل مخاطر بالطرق التالية [1] :

أ – إذا كانت المحفظة مكونة من استثمارين فقط فإنه يتم توزيع الثروة بين الاستثمارين بالمعادلة التالية :

$$ج_1 = \frac{ت_2 - غ_{1،2}}{ت_1 + ت_2 - 2غ_{1،2}}$$

$$ج_2 = 1 - ج_1$$

ج$_1$ ، ج$_2$ = نسبة الاستثمار (1) ، نسبة الاستثمار (2) ، بحيث يكون مجموعهم واحداً صحيحاً .

ت = التباين

غ = التغاير (انحراف(1) × انحراف(2) × الارتباط بين (1) (2))

من خلال هذه المعادلة يتم إيجاد نسبة الاستثمار الأول ونسبة الاستثمار الثاني بالمحفظة المكونة من استثمارين فقط ، وتكون نتيجة ذلك الحصول على أدنى مخاطر للمحفظة [2].

ب- حل المشكلة باستخدام أسلوب لاجرانج :

وتصاغ دالة لاجرانج كما يلي :

$$\Lambda = x_1^2\ \sigma_1^2 + x_2^2\ \sigma_2^2 + 2 \times 1 \times 2\ \sigma_{12} + \lambda\,(x_1 + x_2 - 1)\lambda\lambda_{\lambda\lambda\lambda}$$

حيث :

$X1$ = الجزء المستثمر في الاستثمار الأول .

$X2$ = الجزء المستثمر في الاستثمار الثاني .

σ_1^2 = تباين الاستثمار الأول .

σ_2^2 = تباين الاستثمار الثاني .

σ_{12} = التغاير بين الاستثمار الأول والثاني .

(1) سعيد توفيق عبيد ، الاستثمار في الأوراق المالية ، (القاهرة : مكتبة عين شمس ، 1998) ، صـ173.

(2) Robert C. Radclife، Op،Cit.،P. 223.

وهذه الدالة فيها ثلاثة مجاهيل مطلوب حلهاλ

$$\times_1 , \times_2 \qquad , \lambda .$$

وباستخدام التفاضل تؤخذ المشتقة الجزئية الأولى بالنسبة للمجاهيل الثلاثة فيكون لدينا ثلاث معادلات كما يلي :

$$2 \times_1 \sigma_1^2 + 2 \times_2 \sigma_{12} + \lambda = o$$

$$2 \times_1 \sigma_{12} + 2 \times_2 \sigma_2^2 + \lambda = o$$

$$\times_1 + \times_2 - 1 = o$$

وهذه المعادلة توضع في مصفوفة كما يلي :

$$\begin{vmatrix} 2\sigma_1^2 & 2\sigma_{12} & 1 \\ 2\sigma_{12} & 2\sigma_2^2 & 1 \\ 1 & 1 & 0 \end{vmatrix} \begin{matrix} X_1 \\ X_2 \\ \lambda \end{matrix} = \begin{vmatrix} 0 \\ 0 \\ 1 \end{vmatrix}$$

وبحل هذه المصفوفة يتم الحصول على $\times_1$ ، $\times_2$ ، λ وبالتالي التعرف على نسبة كل استثمار داخل المحفظة .

ويمكن استخدام نفس الأسلوب لحل مشكلة توزيع الموارد لمحفظة مكونة من عدد كبير من الاستثمارات الفردية .

فإذا كان لدينا ثلاثة أنواع من الاستثمارات فإن دالة لاجرانج تصاغ كما يلي :

$$\Lambda = \times_1^2 \sigma_1^2 + \times_2^2 \sigma_2^2 + \times_3^2 \sigma_3^2 + 2\times_1 \times_2 \sigma_{12} + 2\times_1 \times_3 \sigma_{13} + 2 \times_2 \times_3 \sigma_{23} + \lambda (\times_1 + \times_2 + \times_3 - 1)$$

حيث :

X1	=	الجزء المستثمر في الاستثمار الأول .
X2	=	الجزء المستثمر في الاستثمار الثاني .
X3	=	الجزء المستثمر في الاستثمار الثالث .
σ_1^2	=	تباين الاستثمار الأول .
σ_2^2	=	تباين الاستثمار الثاني .
σ_3^2	=	تباين الاستثمار الثالث .
σ_{12}	=	التغاير بين الاستثمار الأول والثاني .
σ_{13}	=	التغاير بين الاستثمار الأول والثالث .
σ_{23}	=	التغاير بين الاستثمار الثاني والثالث .

حيث يوجد هنا أربعة مجاهيل هي

$$\lambda\lambda \; , \; {}_3\times \; , \; {}_2\times \; , {}_1\times$$

ومن ثم باستخدام التفاضل تؤخذ المشتقة الجزئية الأولى بالنسبة لهذه المجاهيل الأربعة . فيكون هناك أربعة معادلات كما يلي :

$$\sigma_1{}^2 + 2\times_2 \sigma_{12} + 2\times_3 \sigma_{13} + \lambda \quad = o_1 \times 2$$

$$\sigma_{21} + 2\times_2 \sigma_2{}^2 + 2\times_3 \sigma_{23} + \lambda \quad = o_1 \times 2$$

$$\sigma_{31} + 2\times_2 \sigma_{32} + 2\times_3 \sigma^2{}_3 + \lambda \quad = o_1 \times 2$$

$$o = \qquad 1 - {}_3\times + {}_2\times + {}_1\times$$

وهذه المعادلات توضع في مصفوفة كما يلي :

$$\left| \begin{array}{cccccccc} \sigma_1^2 & 2\sigma_{12} & 2\sigma_{13} & {}^1 2 & X1 & & 0 \\ \sigma_{12} & 2\sigma_2{}^2 & 2\sigma_{23} & {}_1 2 & X2 & = & 0 \\ \sigma_{31} & 2\sigma_{32} & 2\sigma^2{}_3 & {}_1 2 & X3 & & 0 \\ 0 & 1 & 1 & 1 & \lambda & & 1 \end{array} \right|$$

وبحل هذه المصفوفة يتم الحصول على $x1، x2 ، x3، \lambda$ وبالتالي التعرف على نسبة كل استثمار داخل المحفظة .

ويمكن استخدام نفس هذا الأسلوب لإيجاد التوزيع الأفضل لمحفظة مكونة من أربعة استثمارات أو خمسة استثمارات وهكذا ، ويمكن الاستفادة من الحاسب الآلي الذي ظهرت حاجة ماسة إليه لحل مشكلة توزيع المحفظة وإلى وجود برامج لحل هذه المشكلة[1] .

---

(1) السيد إبراهيم الدسوقي " التوزيع الأمثل لمحفظة أسهم عادية في دولة نامية " مجلة جامعة الملك عبد العزيز الاقتصاد والإدارة (المجلد الثلث ، 1990) ص 64 .

الخلاصة :

أردنا من هذا الفصل التعرف على معنى الاستثمار وأنواعه وكذلك أدوات الاستثمار المختلفة وإمكانية الاستفادة من تلك الأدوات في مجالات استثمار أموال الأوقاف ، ومن ثم التعرف على عائد ومخاطر الاستثمار وذلك لتقييم كفاءة استثمار أموال الأوقاف ومقارنتها بالمؤسسات الأخرى في السوق المحلية .

ويخلص الباحث من الفصل الثالث إلى النتائج التالية :-

1 - الأوقاف بدولة الكويت من ضمن المؤسسات التي تستثمر أموالها من أجل أهداف إنسانية ومشاريع خيرية ، وتشمل الأصول الوقفية بدولة الكويت على أصول مادية ومالية .

2 - هناك العديد من الأدوات الاستثمارية التي يمكن أن يتم توظيف أموال الأوقاف من خلالها سواء كانت تلك أدوات السوق النقدية أم أدوات السوق الرأسمالية وذلك بعد درلستها من الناحية الشرعية أم الأدوات الاستثمارية الإسلامية .

3 - يمكن استخدام متوسط العائد والمخاطر ومعامل الاختلاف ، لتقييم أداء استثمار أموال الأوقاف ومن ثم مقارنتها بالمؤسسات الأخرى .

4 - تركز نظرية المحفظة على التنويع أو التوزيع الأمثل للموارد ، حيث إن هناك مدخلين أساسيين للتنويع هما التنويع البسيط أو الساذج وتنويع ماركوتز ، ويهتم تنويع ماركوتز بمعامل الارتباط بين الاستثمارات داخل المحفظة الاستثمارية، ويمكن الاستفادة من نظرية المحفظة في التعرف على التنويع الأمثل لأموال الأوقاف والذي يحقق لنا أدنى حد من المخاطرة .

الفصل الثالث

تطور استثمار الأصول الوقفية في الكويت

مفهوم الوقف وأنواعه

الأوقاف في الكويت

استراتيجية استثمار الأصول الوقفية

تطور استثمارات الأوقاف في الكويت

مقدمة

الوقف منظمة لا تهدف إلى الربح ، إلا أنها تهدف إلى البقاء والاستمرار والنمو ، لذا فان المؤسسة الوقفية تقوم باستثمار أموالها بقصد تحقيق عوائد وإيرادات تساعد في تقديم خدمات ومنافع عامة إلى المجتمع والفئات المحتاجة .

وقد تطور الوقف بدولة الكويت على مرور الزمن حيث انحصرت استثمارات أموال الوقف في أول الأمر بمجالات محددة وغير متنوعة كان للجانب العقاري النصيب الأكبر فيها، بالإضافة إلى إيداع فائض الريع في صورة ودائع استثمارية أو الدخول في مساهمة بشركات ، وفي عام 1993 صدر المرسوم الأميري بشأن إنشاء الأمانة العامة للأوقاف لتتولى رعاية شؤون الأوقاف وإدارة واستثمار أمواله ، ومن ثم أصبح الوضع أكثر تنظيماً بوضع استراتيجية عامة للاستثمار. والدخول في استثمارات جديدة تمثلت في نشاط المرابحات والمحافظ والصناديق الاستثمارية .

يتناول الباحث في هذا الفصل دراسة مفهوم الوقف وأنواعه ، كما يتناول تاريخ الأوقاف في الكويت وصولاً إلى الأمانة العامة للأوقاف كهيئة مستقلة تقوم بالإدارة والإشراف على الأوقاف في الكويت ، بالإضافة إلى أننا سوف نتطرق بشيء من التفصيل إلى التطورات والمستجدات التي حدثت في استثمار أموال الأوقاف خلال السنوات العشر الماضية .

أولاً : مفهوم الوقف وأنواعه :

1 - **معنى الوقف :**

يعرف الوقف بأنه " حبس مال يمكن الانتفاع به مع بقاء عينه بقطع التصرف في رقبته على مصرف مباح موجود[1]. ويقصد هنا أنه لا يجوز للواقف أو الناظر التصرف في بيع أو هبة أصل الوقف والاستفادة من ريع أصل الوقف في أوجه الخير .

أما ابن قدامة ومن وافقه فقد عرفوا الوقف بأنه " تحبيس الأصل وتسبيل الثمرة " ويعتبر هذا التعريف اقتباس من قول النبي – صلى الله عليه وسلم – لعمر بن الخطاب – رضي الله عنه : "حبس الأصل وسبل الثمرة " [2]

وهناك من يرى لزوم الوقف وهو المعتمد فيعرفه بأنه " حبس العين عن تمليكها لأحد من العباد والتصدق بالمنفعة " ، وأما من لا يرى لزومه فيعرفه بأنه "حبس العين على ملك صاحبها والتصدق بالمنفعة " [3].

2 - **أنواع الوقف :**

ينقسم الوقف إلى نوعين هما الوقف الخيري والوقف الأهلي (الذري) وهناك من يضيف نوعاً ثالثاً هو الوقف المشترك .

1/2 - **الوقف الخيري :**

الوقف الخيري هو الذي توقف منفعته في ابتداء الأمر على جهة خيرية أو أكثر من جهة[4]. وكذلك فإن الوقف الخيري هو ما كان أول أمره موقوفا على جهة خيرية كالفقراء والمساكين والمساجد والمدارس والمستشفيات وما ماثل ذلك من كل أوجه الإنفاق المراد بها القربة إلى الله تعالى[5].

---

(1) نهاية المحتاج ، الجزء الخامس ، ص 358 .

(2) محمد عبيد الكبيسي ، أحكام الوقف في الشريعة الإسلامية الجزء الأول ، بغداد : مطبعة الإرشاد ، 1977) ص 88 .

(3) أحمد أبو الفتح بك ، محاضرات الوقف (مطبعة الاعتماد ، 1928 – 1929) ص 3 .

(4) الشيخ عبدالرحمن عبد الخالق وعبد الرزاق الشايجي ، الوقف وأحكامه في الإسلام (الطبعة الأولى ، الكويت : دار التجديد للنشر والتوزيع ، 1993) ، ص 38 .

(5) أحمد أبو الفتح بك ، مرجع سبق ذكره ، ص 10 .

2-/2 **الوقف الأهلي (الذري) :**

هو الذي يوقفه الإنسان في ابتداء الأمر على نفسه أو على ذريته أو أقاربه أو أشخاص معنيين ، ثم إلى جهة بر لا تنقطع .

وقد تعرض الوقف الأهلي في العقود الأخيرة إلى حملة واسعة انتهت بإلغائه في عديد من التشريعات منها القانون اللبناني الصادر عام 1947 ، والقانون السوري الصادر عام 1949 ، والقانون المصري الذي صدر عام 1952[1]. وسبب هذه الحملة هي الدخول في مشاكل الأفراد كحرمان بعض الورثة أو تطفيف نصيبهم وغير ذلك .

وقد علق الإمام محمد أبو زهرة على إلغاء الوقف الأهلي حيث قال هذا الرأي الفقهي: (ولكن بعد إلغاء الوقف الأهلي أحجم الناس عن الوقف وصار من المصلحة الترغيب ، ونرى أن الترغيب في الوقف الخيري يكون بإباحة الوقف على النفس ، وفي وزارة الأوقاف مشروع بإجازة الوقف على النفس لفتح باب الوقف الخيري ، وهكذا صار ما كان شرا بعد تحول الحال خيرا)[2].

3/2 - **الوقف المشترك :**

هو الوقف الذي تخصص منافعه إلى الذرية وجهة البر معا ، أي الذي يجمع ما بين الوقف الخيري والأهلي .

كأن يقف الواقف داره على جهتين مختلفتين ، مثلا على أولاده وعلى مستشفى إما بالنصف أو بالثلث أو كيف يشاء .

ثانياً : الأوقاف في الكويت

وبالنسبة لأموال الأوقاف الحالية بدولة الكويت والتي تقوم الأمانة العامة للأوقاف باستثمارها فهي عبارة عن فائض الأوقاف الخيرية والأوقاف الأهلية وأوقاف المساجد والأوقاف المشتركة ، وكان لكل نوع من هذه الأوقاف ميزانية خاصة بها حتى عام 1991 عندما ظهرت ميزانية مجمعة لكل الأوقاف بدولة الكويت.

ويعتبر الوقف من المنظمات أو المؤسسات غير الهادفة للربح بينما قد يقوم ببعض

---

(1) محمد كمال الدين أمام الوصايا والأوقاف في الإسلام (الطبعة الأولى بيروت : المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع ، 1996) ، ص 187 .

(2) الإمام محمد أبو زهرة ، محاضرات في الوقف (الطبعة الثانية ، القاهرة : دار الفكر العربي) ص 208 .

العمليات الاستثمارية أو نحوها بهدف تحقيق إيـرادات تساعد فـي تقديم خدمات عامة أو منافع إلى المجتمع والفئات المحتاجة من قبل التعاون على البر والمسؤولية الاجتماعية[1].

ولقد زاد الاهتمام بهذا النوع من المؤسسات على المستوى العالمي، لما لهذه المؤسسات من دور فعال في تنمية المجتمعات من خلال مساهمتها في جميع نواحي الحياة المختلفة سواء في مجال التعليم أو الرعاية الاجتماعية أو المجالات الاقتصادية كما أن المؤسسات الوقفية تمتلك قاعدة عريضة من الأصول المختلفة ، وتمثل الصناديق الوقفية ما نسبته 6% من رأس مال السوق الأمريكية حيث تمتلك أصولاً بلغت 325 بليون دولار أمريكي، وتقوم بدعم الأنشطة الاجتماعية والتعليمية والثقافية وغيرها من الأنشطة داخل المجتمع [2] .

ورغم صعوبة الحياة والظروف الاقتصادية التي عايشها المجتمع الكويتي قديما ورغم قلة مصادر الدخل وشظف العيش ، إلا أن أهل الكويت عزموا بحب الخيرات وسعوا إلى الأعمال الطيبة ، فأخذوا يسارعون إلى وقف الدكاكين والبيوت والأراضي والعقارات وذلك للإنفاق من ريعها على الفقراء، والمستحقين وجهات البر الأخرى .

1 - تطور الإدارة الوقفية في الكويت

مــرت مـسـيـرة الإدارة الـوقـفـيـة بـالـكـويـت بـعـدة مـراحـل عـلـى مـرور الزمن، ويمكن تناولها فيما يلي [3] :

المرحلة الأولى : مرحلة الإدارة الأهلية

كانت الأوقاف في هذه المرحلة تتم بمبادرة شخصية يلتمس فيها أصحاب الخير حاجة المجتمع ويقومون بسد هذه الحاجة عن طريق عملية الإيقاف من باب الحرص

---

(1) عبد الستار أبو غدة وحسين شحاته ، الأحكام الفقهية والأسس المحاسبية للوقف (الطبعة الأولى ، الكويت : الأمانة العامة للأوقاف ، 1998) ص 148 .

(2)SanjivBhatiaandOther،ManagingEndowmentandFoundationFunds(U.S.A:A.I.M.R.،1996)P-1.

(3) لمزيد من التفاصيل :

- عبد الوهاب عبد الله الحوطي ، الخلفية التاريخية للإدارة الوقفية في دولة الكويت - ندوة التجربة الوقفية الكويتية ، دولة البحرين ، نوفمبر 1996 .
- لمحات عن الأوقاف في الكويت (الكويت : الأمانة العامة للأوقاف ، نوفمبر 1994)
- عادل العبد الغني ، تاريخ الوقف الشرعي في الكويت (الكويت : جريدة القبس ، العدد 7702 ، 1994/11/27) .

على التكافل الاجتماعي والحرص على الصدقة الجارية والفوز بمرضاة الله سبحانه وتعالى .

وكانت أغراض الوقف في هذه المرحلة على الرغم من شح الموارد وصعوبة الحياة تشمل تسبيل المياه والولائم والضحايا وقراءة القرآن وكسوة الفقراء ومساعدة اليتامى والمحتاجين وطباعة المصاحف وغيرها من أعمال الخير .

وكانت هذه الأوقاف تدار من قبل أصحابها أو النظار عليها الذين يختارهم الواقفون حيث يتولون أعمال النظارة تحت مراقبة وإشراف القضاة الشرعيين ، والذين يقومون بتدوين الحجج الوقفية .

وبالرغم مما كانت عليه وجوه الوقف بالكويت قديما من أعمال خيرية وإنسانية فإنها عبرت أصدق تعبير عن التكافل الاجتماعي النبيل في المجتمع الكويتي إلا أن تلك الوجوه كان ينقصها التوجيه والإرشاد الكافي الذي يحدد مسار هذا الوقف ويدفعه إلى الانتشار نحو قاعدة اجتماعية أوسع .

المرحلة الثانية : مرحلة تأسيس الدائرة الحكومية

قام أهل الخير في دولة الكويت بالسعي إلى عمل الخير والحث على أعمال الوقف واستنهاض الآخرين إلى أداء هذه الرسالة النبيلة ، إلا أن محاولاتهم كانت في إطار قاعدة ضيقة لا تكاد تحقق أهدافهم وطموحاتهم .

ونظرا لزيادة قاعدة المحتاجين والمستحقين لهذا العمل الخيري النبيل ، وانطلاقا من الشعور الحكومي بهذه القضية الإسلامية والإنسانية ، وسعيا وراء شمولية دور الوقف ليصل إلى كافة شرائح المجتمع ، وتصل بدور العبادة إلى مرحلة أكبر من الاهتمام والرعاية ، جاءت مبادرة الحكومة لتتولى الشؤون التنظيمية على الوقف للنهوض به وتنميته وتطوير أدائه حتى يقوم برسالته على أكمل وجه.

وتميزت هذه الفترة بوجود أجهزة إدارية معاونة أنشئت لمواكبة التطور الاقتصادي والثقافي والاجتماعي التي شهدته الكويت في هذه الفترة نظرا لاكتشاف النفط وما صاحب ذلك من تطور، ومن بين الإدارات التي أنشئت في تلك الفترة " إدارة الأوقاف " التي أخذت على عاتقها وضع ضوابط وأنظمة تكفل تطوير وتنظيم وتنمية الوقف من كافة جوانبه .

وقد تطور الأمر فيما بعد وأعطيت دائرة الأوقاف صلاحيات أكثر ودوراً أشمل يوفر لدور العبادة وذوي الحاجة خدمة وقفية أفضل وبما يحقق غايات وطموحات الواقفين والخروج بالوقف من حدوده الضيقة إلى حدود أوسع وأشمل .

المرحلة الثالثة : مرحلة تسمية وزارة الأوقاف:

بعد الاستقلال ودخول الكويت مرحلة جديدة من تاريخها وذلك في يناير 1962 ، أنشئت وزارة الأوقاف التي حلت محل دائرة الأوقاف ، وأضيف إليها (الشؤون الإسلامية) في أكتوبر 1965 ليصبح اسمها وزارة الأوقاف والشؤون الإسلامية والتي تولت عدة مسؤوليات ومهام والتي كان الوقف من أهمها.

وكانت مسؤولية الأوقاف مسندة لإدارة الوقف التابعة للوكيل المساعد للشؤون الإدارية والمالية وكانت هذه الإدارة تتكون من ثلاثة أقسام للتحصيل والمحاسبة والصيانة ، وقد ظل الوضع كما هو حتى يوليو 1982 حيث تم إنشاء قطاع مستقل للأوقاف في الوزارة برئاسة وكيل وزارة مساعد كمحاولة لإعطاء أهمية أكبر لدور الوقف .

ونتيجة لمرحلة إعادة الإعمار التي بدأت في عام 1991 والتي برزت فيها روح جديدة لدى الإدارة الحكومية للنهوض ومواكبة التطور ، فقد كان القطاع الوقفي أحد هذه القطاعات الحكومية ، وقد شهد هذا القطاع نهوضا كبيرا في توضيح الأهداف وتطوير الوسائل حيث صدرت بعض القرارات التنظيمية لإعادة تنظيم وزارة الأوقاف ، وأصبحت تضم قطاعين رئيسيين اختص أحدهما بإدارة تنمية الموارد الوقفية تحت إشراف مجلس شكل باسم مجلس تنمية الموارد الوقفية واختص الآخر بإدارة شؤون الأوقاف، وقد أدى تنظيم جهاز الوقف على الوجه السابق إلى كثير من الإيجابيات لعل أهمها تحقيق قدر من المرونة والحرية التي كان العمل يفتقدها مما أدى إلى جذب عناصر فعالة له دفعت إلى تطوير العمل وتحديثه، إلا أن هذا التطوير والتحسين لم يكن بمستوى الطموح المنشود.

لذا كان لا بد من حدوث تحول جذري ليكسب الوقف مكانة أفضل حتى يقوم الوقف بدوره الفاعل في خدمة المجتمع وازدهاره ونهضته ، وإعطاء فرصة للمشاركة الشعبية في الإشراف على الوقف .

وتبلورت تلك المحاولات في إنشاء الأمانة العامة للأوقاف بموجب المرسوم الأميري الصادر في 13 نوفمبر 1993 ، كهيئة مستقلة يرأس مجلس إدارتها وزير الأوقاف والشؤون الإسلامية ولتتولى رعاية الأوقاف وإدارة شؤونها في الداخل والخارج .

المرحلة الرابعة : إنشاء الأمانة العامة للأوقاف

انطلق إنشاء الأمانة العامة للأوقاف من حقيقة شرعية هي أن أموال الأوقاف في حكم ملك الله تعالى ، وإنها لدى ولي الأمر بمثابة أمانة مكلف شرعا بالمحافظة على أعيانها وحسن استثمارها وتنميتها وإنفاق ريعها في المصارف الشرعية في حدود شروط الواقفين وبما يؤدي إلى سد حاجة المحتاجين والفقراء وخدمة المجتمع .

وانطلاقا من مبدأ استقلالية الأوقاف عن روتين وجمود الإدارة الحكومية ، فقد تم التوجه إلى تأسيس جهاز مستقل للأوقاف يتبع وزير الأوقاف والشؤون الإسلامية مباشرة ، ويشرف عليه مجلس برئاسة الوزير ويضم في عضويته ممثلين عن بعض المؤسسات الحكومية وبعض الأشخاص من ذوي الخبرة والاختصاص .

وعزز هذا التوجه والذي يمثل إنشاء هيئة حكومية مستقلة للإدارة والإشراف على الأوقاف ما يلي :-

1 - كان قطاع الوقف يدير أموالاً يتطلب المحافظة عليها وحسن استثمارها والصرف من ريعها ، ومن خلال إسنادها إلى إدارة حديثة تتميز بخبرات جيدة وتتبع أساليب إدارية حديثة ومتقدمة ومواكبة للتطور ، فإن ذلك يعطيها دفعة قوية للانطلاق بالدور التنموي للوقف إلى أهداف سامية ، وهذا الأمر يصعب تحقيقه في حالة كونه إدارة من إدارات الوزارة الأخرى .

2 - لعل من أهم العوامل والأسباب التي دفعت إلى الأخذ باستقلالية جهاز الأوقاف ، هو أن الاستقلالية تجعل من الممكن تبني أنماط جديدة في الإدارة تسمح بالتوسع في المشاركة الأهلية في إدارة الأوقاف ومتابعة أنشطتها والمساهمة في وضع أهدافها العامة ورسم سياساتها سواء من خلال مجلس شؤون الأوقاف ، أو من خلال المشاركة في إدارة المشروعات المختلفة التي ستقوم عليها عدة صناديق سيكون لكل منها مجلس إدارة تساهم فيه قيادات أهلية .

3 - ستؤدي استقلالية قطاع الأوقاف إلى توفير المناخ الملائم لازدهاره والعودة به إلى دوره التنموي ورسالته النبيلة ، وفي ذات الوقت ستتفرغ أجهزة الوزارة لرسالتها الدينية والثقافية والأخلاقية والاهتمام بأمور حياتنا اليومية والظواهر التي تفرزها معطيات الحياة الحديثة .

4 - ومن المتوقع أن تؤدي استقلالية الوقف ، وتوسع المشاركة الأهلية في إدارته إلى أن

يستوعب هذا الوقف معظم الأنشطة الأهلية التي اتخذت لعملها أنماطا مختلفة خلال فترة ركود أنشطة الوقف بالإضافة إلى المساهمة في أنشطة جديدة مما يساهم في تنمية المجتمع .

وقد رسمت الأمانة العامة للأوقاف لنفسها رسالة ترمي إلى تفعيل دور الوقف التنموي في تلبية احتياجات المجتمع والنهوض به من خلال مشروعات تستهدف التنمية الثقافية والاقتصادية والاجتماعية في ظل سياسة تدعو إلى تنشيط مساهمة أفراد المجتمع في قضايا التنمية ، كما أن الأمانة تسعى إلى نشر العمل التطوعي بين الأفراد والهيئات وجذبهم لتكوين أوقاف جديدة ذات صيغ متنوعة مساهمة منهم في خدمة المجتمع ، وكذلك تطوير أساليب استثمار الأموال الموقوفة من خلال إدارة محترفة مما يعود بالنفع على الفئات المحتاجة والمجتمع مع الالتزام بشروط الواقفين والأحكام الشرعية للوقف .

2 - البناء المؤسسي للأمانة العامة للأوقاف :

يتكون الهيكل التنظيمي للأمانة من القطاعات التالية [1] :

1/2 - الوحدات المساندة للأمين العام

وتتبع هذه الوحدات مباشرة الأمين العام وتتكون هذه الوحدات من التالي :

1 - مكتب الأمين العام .

2 - مكتب الرقابة والتدقيق .

3 - مكتب التخطيط والمتابعة .

4 - مكتب الشؤون المالية .

5 - مكتب الصناديق والمشاريع الوقفية .

2/2 - قطاع شؤون الإدارة الداخلية

ويتكون هذا القطاع من :

1 - مكتب الدراسات والعلاقات الخارجية .

---

(1) قرار إداري رقم (272) لسنة 1997 .

2 - مكتب الموارد البشرية .

3 - مركز تقنية المعلومات .

3/2 - **قطاع الاستثمار :**

وهذا القطاع هو محور بحثنا ، ويحتوي على :

1 - مكتب تقييم ومتابعة الاستثمار .

2 - مكتب الاستثمارات العقارية .

3 - مكتب الاستثمارات المالية .

4 - المكتب الهندسي .

5 - مكتب المشاريع الخاصة .

ويختص هذا القطاع بإدارة واستثمار الأصول الوقفية وذلك وفق أحدث النظم المتعارف عليها في هذا المجال ، وحسب الضوابط الشرعية وله في سبيل مباشرة اختصاصاته أن يقوم بتأسيس أو تملك الشركات الجديدة والقائمة أو المساهمة في تأسيسها وممارسة الأعمال التجارية والصناعية والخدمية والزراعية ، وكذلك تملك العقارات والمنقولات والأوراق المالية [1] .

4/2 - **قطاع الشؤون الوقفية :**

ويهتم هذا القطاع بشؤون الوقف ، ويتكون من :

1 - مكتب الشؤون الشرعية والقانونية .

2 - مكتب الإعلام والتسويق .

3 - مكتب خدمة العملاء .

4 - مكتب الشؤون الإدارية .

ثالثاً : استراتيجية استثمار الأصول الوقفية

قام الوقف بالكويت بدور كبير يهدف إلى تفعيل الدور التنموي في تلبية احتياجات

---

(1) المادة (4) من مرسوم رقم 257 لسنة 1992 بإنشاء أمانة عامة للأوقاف .

المجتمع والنهوض به من خلال مشروعات تستهدف التنمية الثقافية والاجتماعية والاقتصادية . ولتحقيق ذلك سعت الأمانة العامة للأوقاف إلى نشر العمل التطوعي في صفوف المواطنين وجذبهم لتكوين أوقاف جديدة ، وكذلك تطوير أساليب وطرق استثمار الأموال من خلال إدارة محترفة والتعاون مع مؤسسات مالية متخصصة وتوظيف الأموال في الاتجاه التنموي بالتركيز على الاستثمارات ذات العائد الاجتماعي مع الالتزام بشروط الواقفين .

وقد قامت إدارات الأوقاف باستثمار أموال الأوقاف طوال السنوات السابقة وانحصرت تلك الاستثمارات في مجالات غير متعددة ، وكان للجانب العقاري النصيب الأكبر فيها لقلة المخاطر ولأن أغلبية الأوقاف كانت في شكل عقارات ، ويتم استثمار فائض الأموال في ودائع استثمارية أو الدخول في المساهمة ببعض المؤسسات ، حيث كان توظيف أموال الأوقاف حكراً على المجالات الثلاثة السابق ذكرها حتى عام 1993م ، حيث تم الدخول في نشاطين استثماريين جديدين هما المحافظ والصناديق الاستثمارية والمرابحات ، وفي نفس العام صدر المرسوم الأميري رقم 257 لسنة 1993 بإنشاء الأمانة العامة للأوقاف ، وهي جهاز حكومي يتمتع باستقلالية نسبية في اتخاذ القرار وفق لوائح ونظم الإدارة الحكومية الكويتية (هيئة حكومية مستقلة) تتولى رعاية شؤون الأوقاف في الداخل والخارج كما تختص بالدعوة للوقف والقيام بكل ما يتعلق بشؤونه بما في ذلك إدارة أمواله واستثمارها وصرف ريعها في حدود شروط الواقفين ، وبما يحقق تنمية المجتمع اجتماعياً وثقافياً واقتصادياً وتخفيف العبء عن الفئات المحتاجة في المجتمع .

وقد ذكر في المرسوم رقم 257 لسنة 1993من خلال المادة 3،4 مصادر واستخدامات أموال الأوقاف وهي :

1 - مصادر أموال الأوقاف :

1/1 أوقاف الأفراد التي يشترط الواقف النظارة عليها من قبل الدولة .

2/1 الأوقاف التي لم يشترط الواقف النظارة عليها لأحد أو لجهة معينة أو انقطع فيها شرط النظارة .

3/1 الأوقاف خلال فترة حلها أو سحب يد النظار عنها .

4/1 الجزء المتبقي من ريع السنة بعد خصم مصاريف المشاريع الخيرية والصناديق الوقفية .

5/1 التبرعات الخيرية الجديدة .

2 - استخدامات أموال الأوقاف :

للأمانة العامة للأوقاف في حدود الضوابط الشرعية أن تقوم بالأعمال التالية :

1/2 تأسيس الشركات أو المساهمة في تأسيسها .

2/2 تملك شركات قائمة أو المشاركة فيها .

3/2 تملك العقارات والمنقولات والأوراق المالية .

4/2 القيام بكل ما من شأنه استثمار أموال الأوقاف

5/2 ممارسة الأعمال التجارية والصناعية والزراعية .

6/2 أن تشتري لحساب الأوقاف الخيرية أنصبة للمستحقين في الوقف .

ولقد اهتمت الأمانة العامة للأوقاف باستثمار الأموال الموقوفة ، وتعزيز نشاط الاستثمار بمتخصصين في ممارسة الاستثمار والإشراف عليه لتحقيق مستويات عالية الكفاءة، وتمثل هذا الاهتمام بإنشاء مكتب استثمار وتنمية الموارد الوقفية من ضمن الأجهزة الإدارية التي استحدثت في الهيكل التنظيمي ، وقد حددت اختصاصات هذا المكتب من خلال وضع خطط استثمار الأموال الوقفية ضمن الحدود الشرعية بما يكفل الحفاظ على أموال الوقف وأعيانه وتحديث وتطوير أدوات الاستثمار وتنويعها لتدر أكبر عائد استثماري .

3 - الغاية الاستراتيجية من استثمار الأصول الوقفية :

نظراً للتطور الهائل في جميع المجالات ، فقد نبعت الحاجة إلى توافر استراتيجية واضحة لاستثمار الأموال الوقفية ،والاستراتيجية هنا تعني وضوح الرؤية ، ووجود التصور طويل المدى للأهداف العامة المطلوب تحقيقها والسياسات الواجب اتباعها لتحقيق تلك الأهداف وذلك وفقاً للضوابط المحددة .

وتنص الغاية الاستراتيجية لمكتب تنمية استثمار الموارد الوقفية على[1]:

"المحافظة على الأصول الوقفية واستثمارها بما يتناسب والشريعة الإسلامية وتنميتها وفق سياسات مأمونة تجعلها بمنأى عن التعرض إلى التقلبات الاقتصادية المحتملة وما قد يترتب عليها من آثار تضخمية وذلك لتحقيق إيرادات مناسبة يتم الصرف من ريعها على المشروعات الوقفية وفقاً لشروط الواقفين ."

واستناداً إلى هذه الغاية الاستراتيجية تمثلت الأهداف العامة للاستراتيجية في اختيار الفرص والصيغ الاستثمارية التي لا تتعارض مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية وتعظيم القدرة على زيادة ريع الوقف والمساهمة في المشروعات التي لها أبعاد اقتصادية واجتماعية .

ولتطبيق مبادئ استراتيجية استثمار أموال الأوقاف بما يكفل تحقيق الموازنة بين عنصري العائد والمخاطرة ، فقد حرصت الأمانة العامة للأوقاف على وضع سياسات عامة تتمثل في تحقيق معدلات الربحية المناسبة من الفرص الاستثمارية وفق معدلات السوق السائدة مع ترتيب الأولوية للمشروعات ذات الأبعاد التنموية الهادفة ، وتنويع استثمارات أموال الأوقاف سواءً من ناحية العملات والقطاعات الاقتصادية أو الآجال والمناطق الجغرافية .

وحيث إن مجالات الاستثمار المختلفة بما فيها استثمار أموال الأوقاف تتعرض لكثير من المخاطر أو التغيرات الاقتصادية و السياسية ، وما قد تسببه هذه المخاطر من انعكاسات سلبية على استثمارات أموال الأوقاف ، فقد وضعت الأمانة عدداً من الضوابط يتم الالتزام بها في ممارسة مختلف العمليات الاستثمارية ، وقد تمثلت هذه الضوابط في نسب مئوية محددة يجب الالتزام بها كسقف أعلى في توزيع الأموال المتاحة على قطاعات استثمارية متنوعة وعملات مختلفة ، ومناطق جغرافية متفرقة ، وذلك حتى يتم توزيع المخاطرة .

---

(1) استراتيجية الاستثمار وتنمية الموارد الوقفية ، الكويت :الأمانة العامة للأوقاف 1993

جدول (4)

تطور نشاط العقار

السنة / البيان	المساهمة	الإيراد	المصاريف	صافي الإيراد	معدل العائد٪	نسبة تطور المساهمة ٪	نسبة تطور الإيراد ٪	نسبة تطور المصاريف ٪	نسبة تطور المصاريف ٪
1987	40.858.050	5.680.344	809.995	4.870.349	12				
1988	42.024.317	5.631.702	630.786	5.000.916	12	2.8	-0.8	-22	-
1989	42.735.775	5.669.052	679.997	4.989.055	11.7	1.7	0.7	7.8	-1.7
1990	43.412.285	3.347.151	371.054	2.976.097	7	1.6	-41	-45.4	-41
1991	47.397.750	1.135.076	444.551	690.525	2	9.2	-66	19.8	-78.2
1992	51.471.242	4.780.830	1.486.250	3.294.580	6.4	8.6	321	234.3	326.6
1993	53.569.546	5.103.156	1.006.668	4.096.488	7.6	4	6.7	-32.3	18.7
1994	53.562.712	4.686.727	986.209	3.700.518	6.9	-0.012	-8.2	-2	-9.2
1995	54.054.429	5.231.898	1.215.976	4.015.922	7.4	0.9	11.6	23.3	7.2
1996	55.370.542	5.782.353	1.161.748	4.620.605	8.3	2.4	10.5	-4.5	12.2
1997	56.766.549	5.913.959	1.049.389	4.864.570	8.6	2.5	2.3	-9.7	3.6

- إعداد الباحث.

● المصاريف تشمل إجمالي مصاريف التشغيل للعقار وما يخص نشاط العقار من المصاريف الإدارية والعمومية، حيث تم توزيع المصاريف الإدارية والعمومية على الأنشطة الاستثمارية الخمسة نسبة كل نشاط استثماري من إجمالي الأموال المستثمرة.

رابعاً : تطور استثمارات الأوقاف في الكويت

وبدراستنا لأموال الأوقاف المستثمرة خلال السنوات العشر الماضية ، فقد لاحظنا وجود تطورات وظروف مرت بها تلك الاستثمارات ، وقد اشتملت النشاطات الاستثمارية التي توظف فيها أموال الأوقاف على وجوه متعددة ، إذ بدأت بالاستثمار في العقارات والودائع الاستثمارية والمساهمة في الشركات (الاستثمار المباشر) ، وبعد ذلك تم الدخول في المرابحات والمحافظ والصناديق الاستثمارية .

وفيما يلي تفصيل للتطورات الاقتصادية التي حدثت في مجالات استثمار أموال الأوقاف .

1 - الاستثمار في العقارات :

تعتبر الأراضي والعقارات منفذاً رئيسياً من منافذ الاستثمار ويتزايد الطلب على هذا النوع من الاستثمار نتيجة للنمو المتزايد في السكان خاصة في الدول النامية ، وتختلف وسيلة الاستثمار في هذا النشاط حيث إن بعض المستثمرين يرغب في شراء الأراضي لأجل تأجيرها والحصول على عائد دوري مستمر وتحقيق أرباح رأسمالية في المستقبل البعيد ، أما البعض الآخر فإنه يستثمر بهذا النشاط بقصد الاتجار وذلك من خلال بيع وشراء العقارات، ويفضل أن يتم التعامل مع هذا النوع من الاستثمار داخل الدولة ، لما قد يفرضه المشرع في الدول الأجنبية من قيود على مثل هذه الاستثمارات نظراً لأن هذا النوع من الاستثمار يتميز بالآجال الطويلة مما يعرضه لمخاطر متنوعة على امتداد الزمن، بالإضافة إلى صعوبة التخارج من هذا الاستثمار مقارنة بالاستثمارات الأخرى[1].

إلا أن الاستثمار العقاري يعتبر من الاستثمارات الأقل عرضة للتقلبات الاقتصادية ومخاطر سعر الصرف والتضخم أي أنه أكثر استقراراً من الأنواع الأخرى من الاستثمارات.

أشكال الاستثمار في العقارات :-

1 - شراء الأراضي بقصد إعادة بيعها لتحقيق أرباح رأسمالية .

2 - بناء منازل وفيلات بغرض تأجيرها أو إعادة بيعها .

3 - بناء عمارات سكنية بغرض تأجير الشقق ذات الأحجام المختلفة .

---

(1) إبراهيم الدسوقي ، استثمار احتياطات التأمينات الاجتماعية (الرياض : عمادة شؤون المكتبات جامعة الملك سعود ، 1988، ص 139 .

4 – بناء المجمعات التجارية بغرض تأجيرها كأسواق أو مكاتب تجارية .

5 – بناء الفنادق ذات المستويات المختلفة بقصد تأجيرها .

أما بالنسبة للسوق العقاري في دولة الكويت فيمكن تصنيفه إلى ثلاث قطاعات هي[1]:

أولا : قطاع العقار السكني : ونشاط هذا العقار يتركز على شراء وبيع المنازل والفلل السكنية في مناطق الكويت المختلفة وكذلك بيع وشراء الأراضي بقصد بناء وحدات سكنية ، وتختلف أسعار العقار السكني بين المناطق المختلفة حيث ترتفع هذه الأسعار كلما قربنا من العاصمة ففي عام 1996 زادت معدلات أسعار العقار السكني في المناطق المحيطة بضواحي مدينة الكويت بنسبة تراوحت بين 3% إلى 6% ، في حين زادت معدلات أسعار للعقار السكني للمناطق التي تقع داخل ضواحي مدينة الكويت بنسبة تراوحت بين 10% إلى 15% وربما يرجع السبب في ذلك إلى قلة المعروض .

ثانياً :– قطاع العقار الاستثماري : وهو يمثل البنايات السكنية والقسائم الاستثمارية المميزة ، وقد حققت مؤشرات أسعار العقار الاستثماري ارتفاعاً في معدلاتها في معظم المناطق الاستثمارية وقد تراوح هذا الارتفاع في معدلات الأسعار بنسبة تتراوح بين 5% إلى 15% للأراضي الاستثمارية الفضاء وبين 5% إلى 10% للبنايات الاستثمارية .

ثالثاً : قطاع العقار التجاري : ويشمل المجمعات التجارية التي يتم تأجيرها من أسواق أو مكاتب تجارية ، وبشكل عام فإن وضع العقار التجاري خلال الأعوام القليلة الماضية وصف بأنه مستقر إلى حد كبير على نفس معدلات تداوله الهادئة وكذلك حافظ على متوسطات أسعاره .

تعتبر العقارات هي نواة أموال الأوقاف حيث إن معظم موارد الأوقاف تكون في شكل عقارات يقوم أصحابها بالتبرع بها احتساباً للأجر العظيم من الله سبحانه وتعالى. وبالتالي فإن الجانب العقاري له النصيب الأكبر من أموال الأوقاف .

وقد قام القائمون (نظار) على الأوقاف على امتداد الزمن بالأشراف على العقارات وصيانتها وإدارة شؤونها بالإضافة إلي شراء عقارات جديدة تضم إلى الموقوفات وتصبح في حكم الموقوفات السابقة . ويبين الجدول التالي التطورات التي حدثت في مجال العقارات الوقفية خلال السنوات العشر السابقة :

---

(1) التقرير السنوي للبنك العقاري الكويتي لعام 1996

جدول (5)
تطور نشاط الودائع الاستثمارية

السنة / البيان	المساهمة	الإيراد	المصاريف	صافي الإيراد	معدل العائد٪	نسبة تطور المساهمة ٪	نسبة تطور الإيراد ٪	نسبة تطور المصاريف ٪	نسبة تطور المصاريف ٪
1987	801.126	16.260	14.796	1.464	0.2				
1988	814.416	17.370	19.073	-1.703	-0.2	2	7	28.9	-200
1989	17.577.003	84.062	58.366	25.696	0.1	2.058	384	206	150
1990	27.585.887	-	33.466	-33.466	-0.1	57	-	-42.6	-200
1991	27.585.887	-	18.984	-18.984	-0.07	-	-	-43.2	30
1992	23.105.788	1.782.127	57.737	1.724.390	7.5	-16	-	204	10.614
1993	2.009.423	116.645	8.229	108.416	5.4	-91	-93.5	-85.7	-28
1994	1.850.000	141.285	4.175	137.110	7.4	-8	21	-49.3	37
1995	2.933.203	184.645	8.798	175.847	6	58	30.6	110.7	-19
1996	3.014.297	210.739	4.175	201.847	6.7	3	14	2.4	11.6
1997	450.399	27.715	8.798	23.130	5.1	-85	-43	-49	-23.8

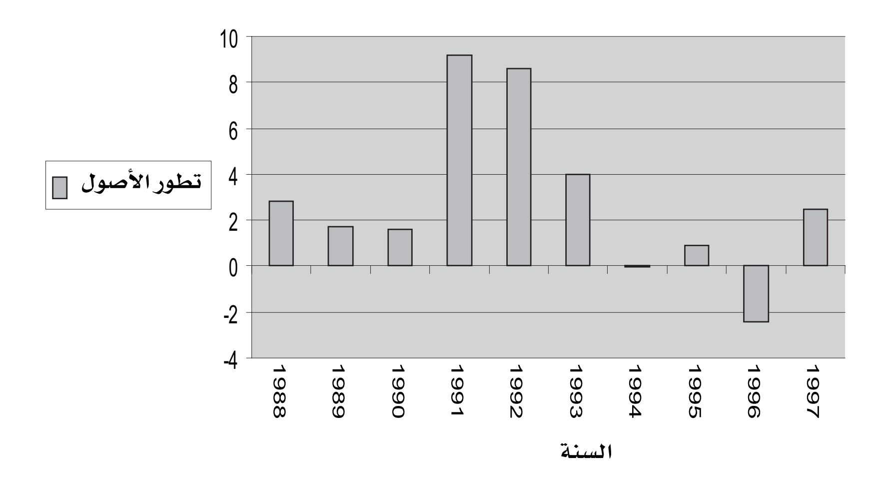
- إعداد الباحث.

● في عام 1991، 1990 حدث الغزو العراقي لدولة الكويت.

ويتضح لنا من خلال الجدول السابق ما يلي :

1/1 - تطور قيمة العقار :

شكل (1)

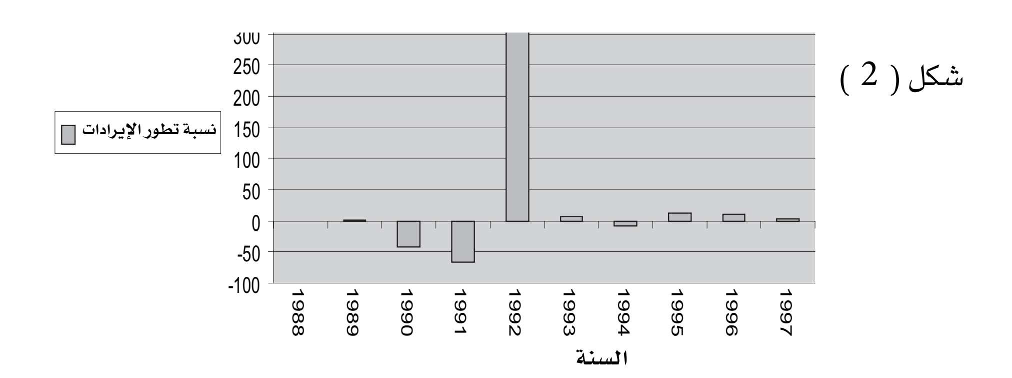


خلال السنوات العشر السابقة حدث نمو تدريجي في قيمة العقارات الوقفية حيث كانت نسبة النمو في الأعوام 1987 حتى 1990 تتراوح بين 6ر1% إلى 8ر2 %، وتبع ذلك زيادة في معدل النمو في الأعوام 91، 92 حيث بلغت النسبة 6ر8% و 2ر9% على التوالي ، ومن ثم عاودت الاستقرار في النمو تقريباً في الأعوام الخمسة الأخيرة .

وتأتي هذه التطورات كمحصلة لحركة الانسحاب والإضافة التي شهدتها أصول المحفظة العقارية حيث انضم إليها عدد من الأعيان الجديدة التي تم الانتهاء من تشييدها وخرج منها عدد آخر من جملة العقارات التي تقرر بيعها لانعدام جدواها من الناحية الاقتصادية .

2/1 تطور إيرادات العقارات الوقفية

شكل (2)



حافظت إيرادات العقارات الوقفية على نفس مستواها تقريباً في السنوات الأولى ، ومن ثم انخفضت بمستويات كبيرة جداً خلال عامي 1990، 1991 حيث بلغت نسبة الانخفاض 41% و 66% على التوالي ، ويرجع ذلك إلي الغزو العراقي لدولة الكويت حيث تأثرت الإيرادات الوقفية، وتبع ذلك زيادة كبيرة جداً في عام 1992 حيث بلغت الزيادة في نسبة الإيرادات هي 321% ، ويرجع ذلك إلى تنفيذ وصيانة جميع المشاريع الإنشائية التي توقفت بسبب الغزو العراقي – دفعة واحدة بعد التحرير ، الأمر الذي أدى إلى زيادة في الإيرادات في الوقت الذي صادف ارتفاع أسعار الإيجارات في العقار في دولة الكويت ، أما في السنوات الثلاث الأخيرة فقد شهدت إيرادات العقارات الوقفية نمواً تدريجياً بنسب مختلفة ويعزى هذا التحسن التدريجي في قيمة الإيرادات إلى عدة أسباب منها[1]:

1) ما تقوم الإدارة بإنجازه بصورة مرحلية من مشروعات إنمائية حسب البرنامج الزمني للخطة التطويرية للعقارات الوقفية مما أدى إلى استحداث عدد من العقارات الجديدة ، وبالتالي زيادة في الإيرادات .

2) التخلص من الأصول العقارية غير المنتجة اقتصاديا والعمل على توجيه أعمالها فيما هو أجدى نفعاً للأوقاف .

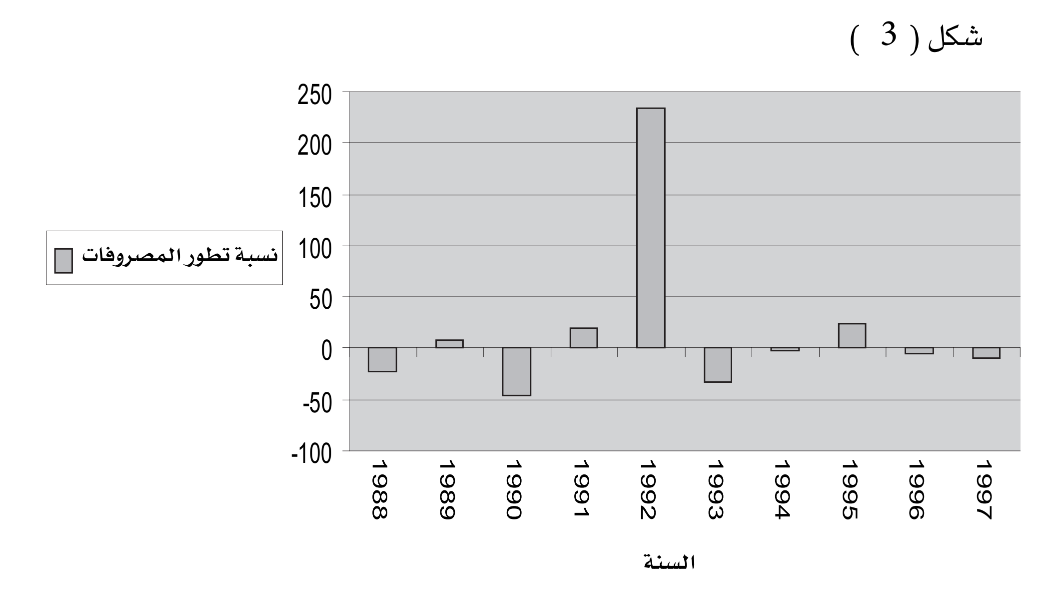
3) السياسات التطويرية الجاري تنفيذها والتي تهدف إلى تقليل نسبة الشواغر والمحافظة على نسبة الوحدات المؤجرة بعموم العقارات .

4) رفع قيم الإيجار الشهري للوحدات التي تقل معدلات أجرتها عن مستوى الإيجارات السائدة حسب اقتصاديات المنطقة التي يقع فيها كل عقار .

(1) تقرير الأمانة العامة للأوقاف عن التطورات الاقتصادية للاستثمارات الوقفية خلال الفترة من عام 1993 إلى 1996 .

3/1 تطور مصاريف العقارات الوقفية

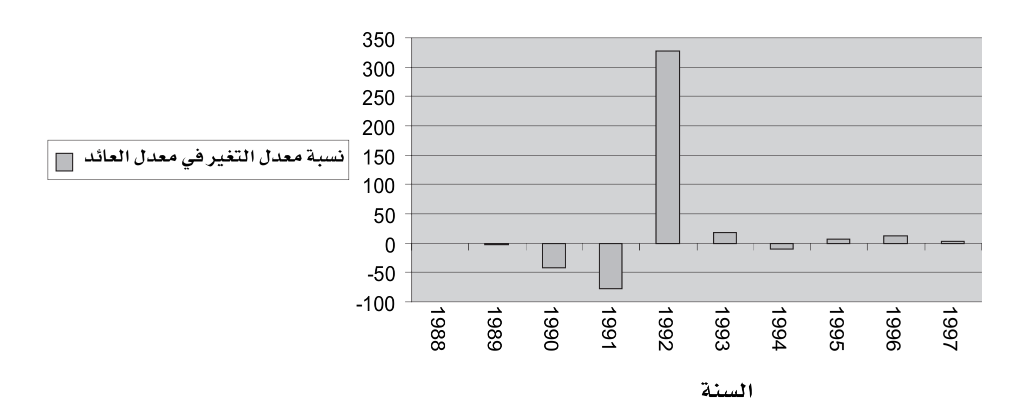
شكل (3)



انخفضت المصاريف في عام 1988 مقارنة بعام 1987 بنسبة 22% ، ومن ثم انخفضت أيضاً المصاريف بنسبة أكبر بلغت 4ر45% في عام 1990 وهذه النسبة مصاحبة للانخفاض في الإيرادات بنفس الفترة والذي بلغ 41% وذلك بسبب الغزو العراقي حيث توقف النشاط العقاري في هذا العام ، وفي عام 1992 زادت المصاريف بنسبة كبيرة جداً بلغت 3ر234% بسبب إعادة صيانة وإعمار العقارات بعد تحرير دولة الكويت ، أما في الأعوام الأخيرة فقد مالت المصاريف إلى الانخفاض ، ويرجع ذلك إلى جهود الإدارة في سبيل تخفيض المصروفات إلى أدنى مستوياتها .

4/1 تطور معدل العائد على الاستثمار في العقارات

شكل (4)



سجل صافي الإيراد إلى إجمالي العقار (معدل العائد) معدلات جيدة خلال عامي 1988 و1989 حيث بلغ معدل العائد 12% و 11.7% على التوالي ، إلا أن هذا المعدل انخفض بسبب الغزو العراقي حتى وصل إلى نسبة 2% في عام 1991أي بانخفاض بلغ 78.2% ويرجع ذلك بسبب الانخفاض الذي حصل في الإيرادات وصعوبة تحصيلها، وفى عام 1992 عاود معدل العائد إلى الارتفاع حيث حقق 6.4% أي زيادة بنسبة 326.6% مقارنة بالعام السابق ويرجع ذلك إلى الارتفاع الكبير في الإيرادات وبعد ذلك أخذ معدل العائد بالتحسن التدريجي خلال الأعوام من 1994 إلى 1997 .

2 - الودائع الاستثمارية :

وهى عبارة عن شهادات إيداع تقوم بإصدارها المؤسسات المالية الإسلامية ، وهى عقد اتفاق بين المؤسسة المالية والعميل تثبت إيداع العميل لمبلغ معين ، وتستحق بعد فترة محددة ، وتختلف الودائع الاستثمارية التي تصدرها المؤسسات المالية الإسلامية عن تلك التي تقوم بإصدارها البنوك والمؤسسات المالية التقليدية هو إن الأخيرة تقوم بتحديد سعر فائدة ثابتة على تلك الودائع ، بينما شهادات الإيداع التى تصدرها المؤسسات المالية الإسلامية تصدر بدون فائدة محددة مسبقا على الأموال المودعة ، إلا أن التشابه بين الودائع التي تصدرها المؤسسات المالية الإسلامية والمؤسسات المالية التقليدية في اختلاف حجم الودائع ، بالإضافة الى اختلاف آجال تلك الودائع .

وقد قامت إدارة الأوقاف وخاصة في بداية الأمر بإيداع الفائض من أموال الأوقاف في المؤسسات المالية الإسلامية ، ويبين لنا الجدول التالي التطور الذي حدث على نشاط الودائع الاستثمارية خلال السنوات العشر الماضية .

جدول (6)
تطور نشاط الاستثمار المباشر (المساهمة في الشركات)

السنة / البيان	المساهمة (رأس مال المستثمر)	الإيراد	المصاريف	صافي الإيراد	معدل العائد٪	نسبة تطور المساهمة ٪	نسبة تطور الإيراد ٪	نسبة تطور المصاريف ٪	نسبة تطور المصاريف ٪
1987	2.957.193	18.896	3.024	15.872	0.5				
1988	2.957.193	132.360	22.085	110.275	3.7	–	600	6.3	6.4
1989	2.764.959	70.403	22.593	47.810	1.7	–6.5	46.8	2.3	–54
1990	2.806.250	–	6.165	–6.165	–0.2	1.5	–	–72.7	–88
1991	2.909.660	–	3.691	–3.691	–0.1	3.7	–	–40	50
1992	6.917.933	62.872	21.170	41.702	0.6	137.8	115.5	473.5	500
1993	7.676.341	462.836	18.104	444.732	5.8	11	636	–14.5	866.6
1994	7.891.070	1.004.450	12.525	991.925	12.6	2.8	117	–5.6	117.2
1995	12.005.668	1.627.565	26.394	1.601.171	13.3	52	62	110.7	5.5
1996	15.187.875	2.007.342	31.530	1.975.812	13	26	23.3	19.4	2.3
1997	26.793.909	2.607.851	52.737	2.555.114	9.5	76.4	30	67.2	–27

- إعداد الباحث.

ويتضح من الجدول ما يلي :

1/2 التطور في قيمة الودائع الاستثمارية

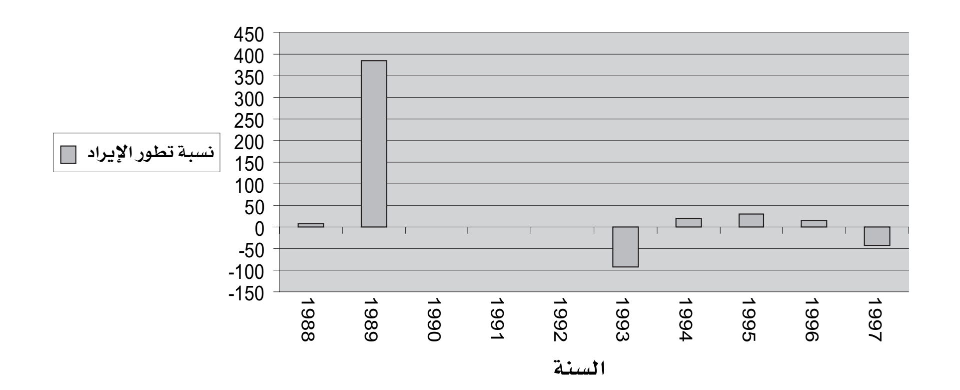
شكل (5)



بدأ حجم الودائع الاستثمارية في السنوات الخمس الأولى مرتفعاً باستثناء عام 1988 ويرجع ذلك إلى التركيز على إيداع فوائض الأموال في البنوك الإسلامية في شكل ودائع استثمارية ، وفي عام 1993 أنشئت الأمانة العامة للأوقاف وكان من أهم أولويات استراتيجيتها الاستثمارية التركيز على تنوع الأنشطة الاستثمارية فتم الدخول بأدوات استثمارية جديدة مثل المرابحات والصناديق والمحافظ الاستثمارية الأمر الذي أدى إلى انخفاض حجم الودائع بنسبة 91% ، وقد زاد هذا الانخفاض في عام 1997 حيث بلغت نسبة الانخفاض 85% وذلك بتوزيع الأموال المودعة إلى استثمارات أخرى .

2/2 تطور إيرادات الودائع الاستثمارية :

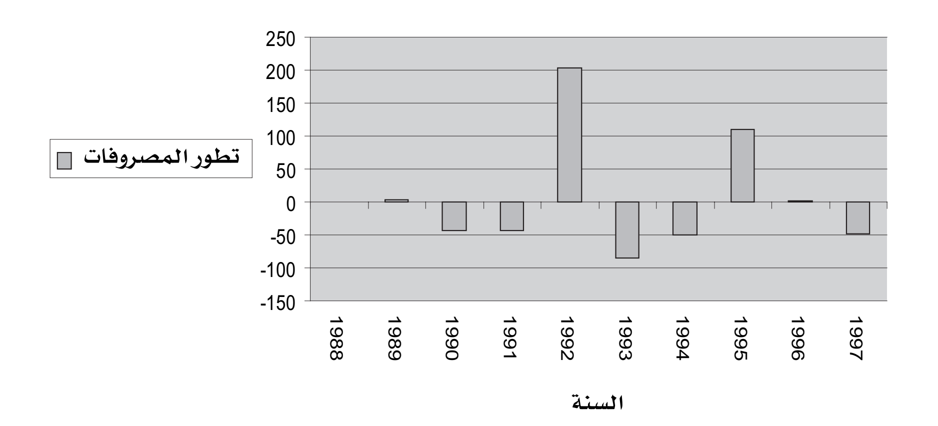
شكل (6)



حققت الإيرادات في عام 1989 نمواً بنسبة 384% عن العام السابق ولكن هذه الزيادة قليلة مقارنة بحجم الودائع الاستثمارية الذي زاد بنسبة 2058% بسبب تحويل الأموال في الصندوق ولدى البنوك إلى ودائع استثمارية ولعل هذا مأخذ على إدارة الوقف في تلك الفترة حيث تم تجميد أموال طائلة في الصندوق ولدى البنوك ، كما أن إيرادات الوقف توقفت في عام 1990 و 1991 بسبب الغزو العراقي ، وفى عام 1993 حدث نمو تدريجي في الإيرادات حتى عام 1997 عندما انخفضت الإيرادات بنسبة 43% بسبب الانخفاض الكبير في حجم الودائع في تلك السنة والذي بلغ 85 % .

3/2 التطور في مصروفات الودائع الاستثمارية :-

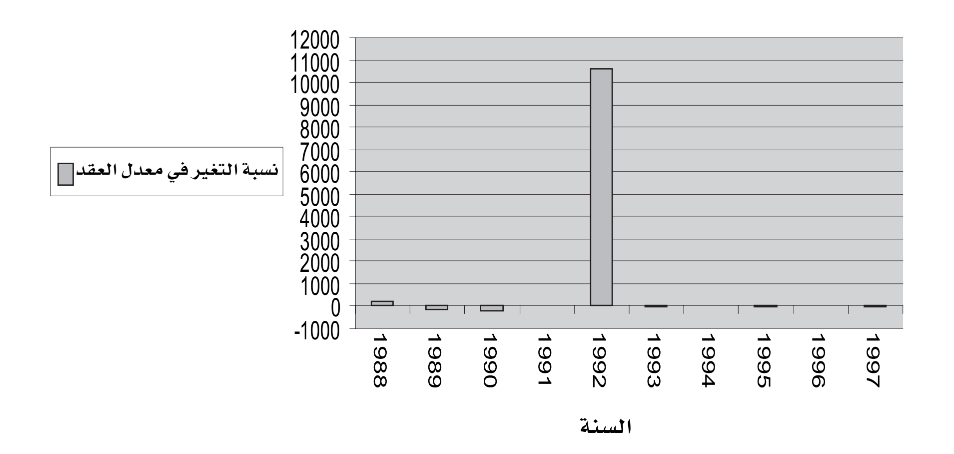
شكل (7)



ارتفعت المصاريف في عام 1988 بنسبة 29% مقارنة بعام 1987، ومن ثم ارتفعت في عام 1989 بنسبة 206% وقد قابل ذلك زيادة الإيرادات بنسبة أكبر لنفس الفترة حيث بلغت 384% ، وفى عامي 90 ، 91 انخفضت المصروفات بنسبة 42.6% و43.2 % على التوالي نتيجةً للغزو العراقي ، أما في عام 1992 فقد زادت المصروفات بنسبة 204% ، تبع ذلك انخفاض في المصاريف مقارنة بالإيرادات حيث تراوحت نسب المصاريف إلى الإيرادات بين 7% إلى 3% وذلك نتيجة لجهود الأمانة العامة للأوقاف بالسنوات الأخيرة في سبيل تخفيض المصروفات إلى أدنى حد ممكن .

4/2 تطور معدل العائد على الودائع الاستثمارية .

شكل (8)

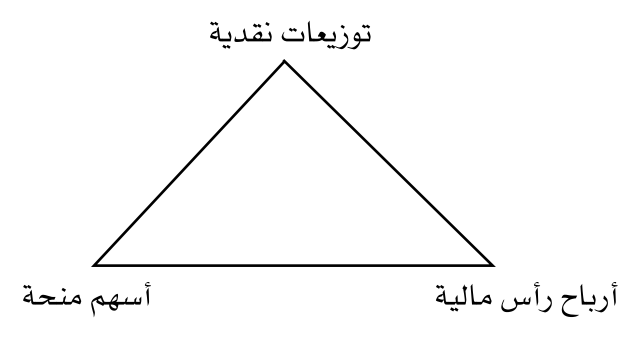


معدل العائد خلال الأعوام من 1988 حتى 1991 حقق معدلات رديئة جداً وذلك نتيجةً لسوء الإدارة والغزو العراقي ، إلا أن الأمر تحسن كثيرا خلال الأعوام من 1992 حتى 1997 حيث تراوح معدل العائد من 5% – 5ر7% ولعل من أسباب ذلك التنوع الجغرافي حيث تم فتح ودائع في بنوك خارج نطاق دولة الكويت ، بالإضافة إلى أن عائد بيت التمويل الكويتي على الودائع الاستثمارية تحسن كثيرا خلال السنوات الأخيرة .

3 - **الاستثمار المباشر :**

يعرف الاستثمار المباشر بأنه ذلك الاستثمار الذي يؤدي إلى تحقيق زيادة في الموجودات الرأسمالية الإنتاجية من قبل المستثمرين مباشرة ، ويعد الاستثمار استثماراً مباشراً إذا قام بإنشاء مشروعات إنتاجية جديدة أو قام بالمساهمة في إنشائها أو قام بتمويل توسعة مثل هذه المشاريع ، أما إذا كان الأمر عبارة عن شراء وبيع الأوراق المالية أو شراء الشركات الموجودة فعلاً والمنتجة فيعد استثماراً غير مباشر ، ويطلق عليه أحيانا الاستثمار المالي[1].

ويعتبر الاستثمار المباشر (المساهمة في شركات) من أفضل مجالات الاستثمار حيث إنه يحقق ثلاثة أنواع من المكاسب ، وهي مكاسب في شكل توزيعات أرباح نقدية ، ومكاسب في شكل أرباح رأسمالية أي زيادة القيمة السوقية للأسهم ، وقد تكون المكاسب في شكل توزيعات أسهم منحة :



وبالنسبة لنشاط الاستثمار المباشر في الأوقاف فإنه لا يتعدى المساهمة في إنشاء شركات جديدة أو شراء أسهم شركات قائمة ، وهذه الشركات قد تكون محلية أو خارجية ، أما بالنسبة للمشروعات الإنتاجية فإن إنشاءها أو المساهمة فيها قليل جداً ، وهذا ما يتعارض مع استراتيجية استثمار أموال الأوقاف والتي تشجع على الدخول في المشروعات ذات الأبعاد الاجتماعية .

ويبين الجدول التالي تطور الاستثمار المباشر (المساهمة في شركات) خلال السنوات العشر الماضية :

---

(1) أحمد محيي الدين أحمد حسن عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية (الطبعة الأولى ، البحرين : بنك البركة الإسلامي للاستثمار ، 1986) ص 371.

جدول (7)
تطور نشاط المرابحات

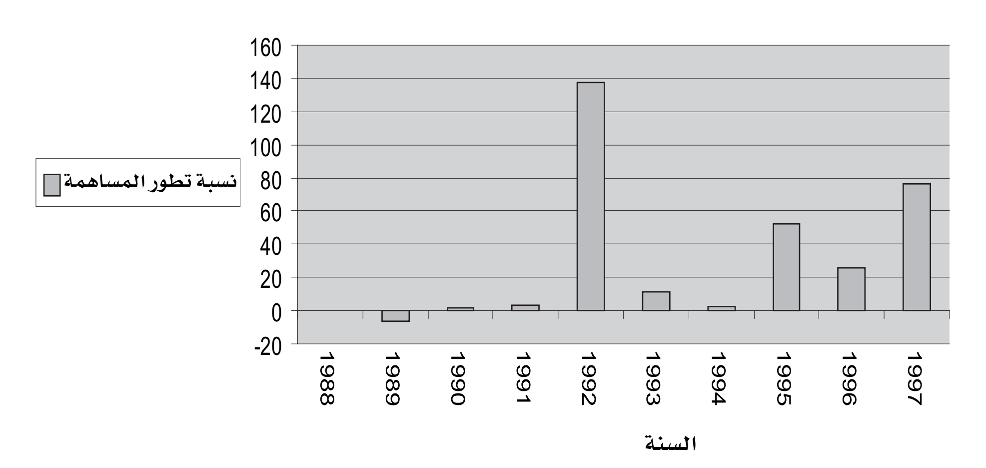
البيان / السنة	المساهمة (رأس مال المستثمر)	الإيراد	المصاريف	صافي الإيراد	معدل العائد%	نسبة تطور المساهمة %	نسبة تطور الإيراد %	نسبة تطور المصاريف %	نسبة تطور المصاريف %
1993	6.776.417	231.084	16.458	214.626	3.2				
1994	14.939.895	986.003	22.267	963.763	6.5	120	327	35.3	120
1995	14.884.325	880.993	32.992	847.941	5.7	-0.4	-10	48	-13.6
1996	13.191.827	964.171	27.025	937.146	7.1	-11	9.4	-6	24.5
1997	5.382.275	637.714	11.465	626.249	11.6	-59	-34	57.6	63.4

- إعداد الباحث.

ويتضح من الجدول ما يلي :-

1/3 التطور لقيمة المساهمة في الشركات (الاستثمار المباشر):

شكل (9)

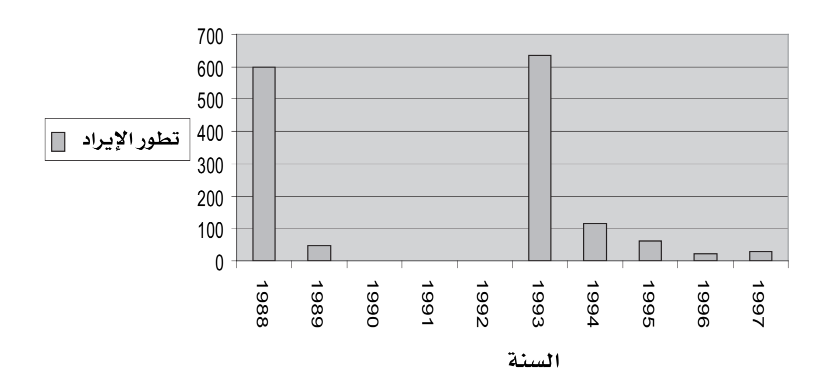


المساهمة في الشركات على نفس مستواها خلال السنوات الخمس الأولى ، وفي عام 1992 زادت المساهمة في الشركات بنسبة كبيرة حيث ارتفعت النسبة بمعدل 8ر137% مقارنة بعام 1991 ، وكذلك في عام 1995 فقد زادت المساهمة حيث بلغت نسبة النمو 52% ، وكذلك الأمر في عام 1997 حيث بلغ معدل التغير في قيمة المساهمة 4ر76% ويرجع ذلك إلى الازدياد المتوالي في حجم الأموال المستثمرة في هذا القطاع حيث وصلت إلى 909ر793ر26 دينار كويتي في نهاية عام 1997 مقابل 660ر909ر2 ديناراً كويتياً في عام 1991 ، وقد جاءت هذه الزيادة والتي بلغت نسبتها 821% نتيجة لما حظي به هذا القطاع من جهود سعياً إلى تنويع أوجه ومجالات الاستثمار وتوجيه جزء من أرصدة الأموال الوقفية المتاحة إلى استثمارات مدرة للإيرادات ومأمونة المخاطر ، بالإضافة إلى المساهمة في شركات ذات أبعاد اجتماعية واقتصادية .

حافظت قيمة

2/3 تطور إيرادات الاستثمارات المباشرة

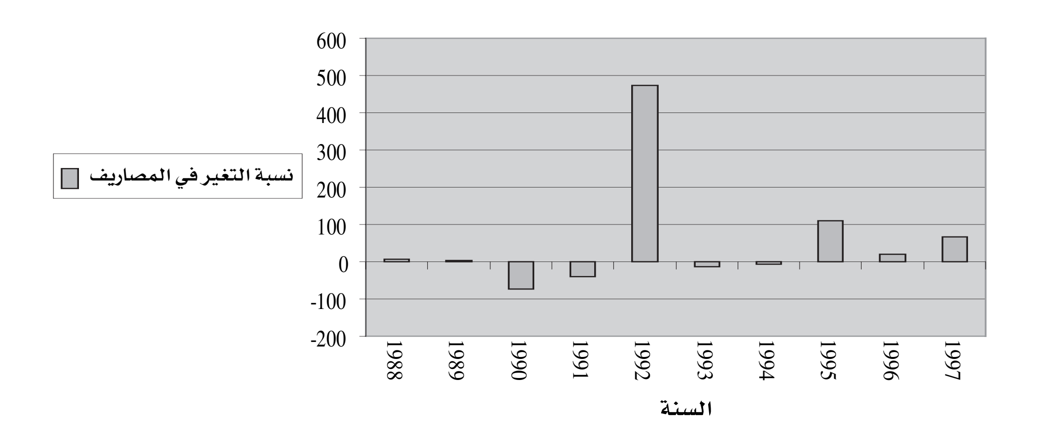
شكل (10)



زاد إيراد الشركات المساهمة في عام 1988 بنسبة 600% مقارنة بالعام 1987 ، ومن ثم تبع ذلك انخفاض بنسبة 46.8% في عام 1989 ، ومن ثم توقف الإيراد بعد ذلك بسبب الغزو العراقي ، وفي عام 1993 زادت الإيرادات حيث بلغ معدل النمو فيها 636% مقارنة بعام 1992 وبعد ذلك أخذ الاتجاه العام لتحركات إيرادات الاستثمارات المباشرة بالارتفاع بمعدلات متفاوتة .

3/3 تطور مصروفات الاستثمارات المباشرة

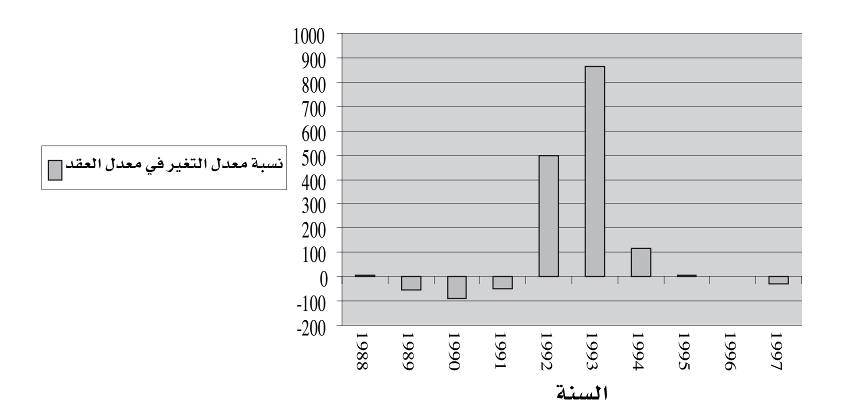
شكل (11)



مصاريف الاستثمارات المباشرة في السنوات الأولى كانت كبيرة مقارنة بالإيرادات حيث وصلت المصاريف في عام 89 إلى 32% من الإيرادات ويرجع سبب ذلك إلى قلة الإيرادات وليس لزيادة المصروفات ، فالمصروفات في نفس هذا العام لم تصل إلى 1% من إجمالي قيمة الاستثمارات المباشرة ، وقد ارتفعت المصروفات في عام 1992 بنسبة 473.55% مقارنة بعام 1991 ويرجع السبب إلى الزيادة في المصاريف الإدارية والعمومية ومصاريف إعادة البناء في هذا العام ،وفى السنوات الأخيرة كانت الزيادة في المصاريف طبيعية مقارنة بالإيرادات .

4/3 تطور معدل العائد على الاستثمارات المباشرة .

شكل (12)



كانت معدلات العائد في السنوات الخمس الأولى منخفضة مقارنة مع السنوات الخمس التالية ، ويرجع سبب الانخفاض إلى قلة الإيرادات في عامي 88،89 ولعل سبب ذلك يرجع إلى سوء الإدارة في تلك الفترة وما تبع ذلك من غزو عراقي في عامي 90،91 وآثاره السلبية على الاستثمارات المباشرة ومن ثم في عام 92 تم الدخول في استثمارات جديدة مما أدى إلى انخفاض معدل العائد أيضا . إلا أنه تبع تلك الفترة إنشاء الأمانة العامة للأوقاف (هيئة حكومية مستقلة) في عام 93 وما تبع ذلك من وضع استراتيجيات للاستثمار وبالتالي تحسنت معدلات العائد تحسناً كبيراً كما هو موضح في الجدول حيث حقق معدل العائد في عام 93 ما نسبته 8ر5 أي زيادة في معدل التغير في معدل العائد بنسبة 6ر866% مقارنة بالعام السابق ، وبعد ذلك أخذ معدل العائد بالتحسن التدريجي خلال الأعوام من 94 حتى 96 ، إلا أن معدل العائد انخفض بعض الشيء في عام 97 نتيجة للدخول في استثمارات جديدة وتلك المشرعات الجديدة التي تم الدخول فيها تم تقييمها والتأكد من جدواها الاقتصادية إلا أن غالبيتها لا تزال قيد التأسيس ولم تزاول نشاطاتها بعد ، أي أنها لم تقم بتحقيق أرباح ، ويذكر أن حجم المساهمة في مشروعات جديدة قيمته 034ر606ر11 دينار كويتي أي بزيادة نسبتها 4ر76% عن عام 1996.

4 - نشاط المرابحة :

المرابحة كما ذكرنا هي أحد أنواع البيع المطلق (بيع العين بالثمن) وهو عبارة عن بيع السلعة التي اشتراها البائع بمثل الثمن مع زيادة ربح معلوم متفق عليه ، وتم التعامل مع هذه الصيغة الاستثمارية منذ عام 1993 حتى الآن وذلك تماشياً واستراتيجية الاستثمار في سبيل تنوع الصيغ (الأدوات) الاستثمارية .

ويبين الجدول التالي تطور المرابحات خلال الأعوام من 1993 حتى 1997م .

جدول (8)

تطور نشاط المحافظ والصناديق الاستثمارية

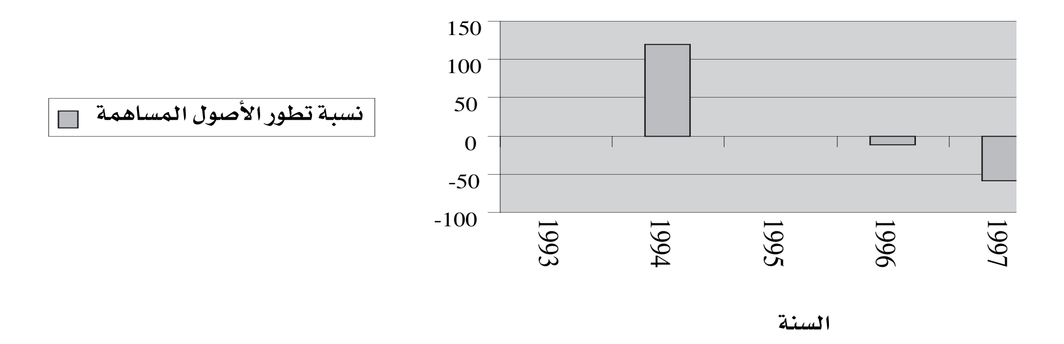
البيان / السنة	المساهمة (رأس مال المستثمر)	الإيراد	المصاريف	صافي الإيراد	معدل العائد%	نسبة تطور المساهمة %	نسبة تطور الإيراد %	نسبة تطور المصاريف %	نسبة تطور المصاريف %
1993	14.559.260	133.715	29.624	104.091	1				
1994	18.544.406	806.468	26.442	780.026	4.2	27	503	-10.7	500
1995	19.737.756	1.068.191	41.790	1.026.401	5.2	6.4	32	58	23.8
1996	24.055.238	1.606.200	49.547	1.556.653	6.5	22	50	18.6	25
1997	28.022.807	1.938.756	55.030	1.883.726	6.7	16.5	21	11	3

- إعداد الباحث.

من خلال الجدول السابق يتضح ما يلي :

1/4 التطور في قيمة المساهمة في المرابحات :

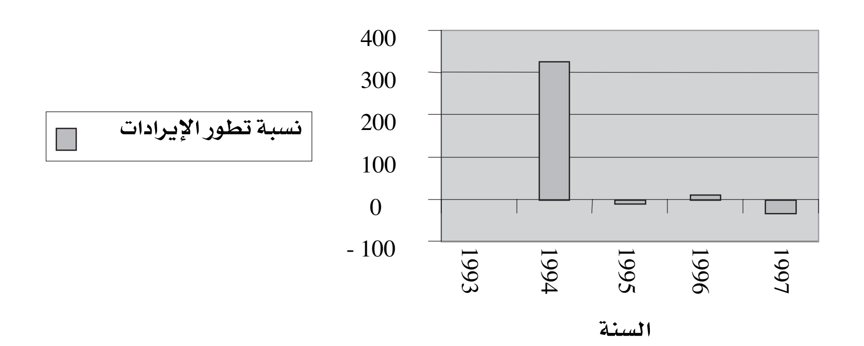
شكل (13)



زادت قيمة المساهمة في المرابحات في عام 1994 بنسبة 120% نتيجة للتوسع في نشاط المرابحة ، وتبع ذلك ثبات نسبي في الأعوام التالية حتى عام 1997 عندما انخفضت قيمة المرابحات بنسبة 59% وذلك لتحويل المبالغ إلى استثمارات أخرى مثل المحافظ والصناديق الاستثمارية والمساهمة في شركات جديدة .

2/4 تطور إيرادات المرابحات :

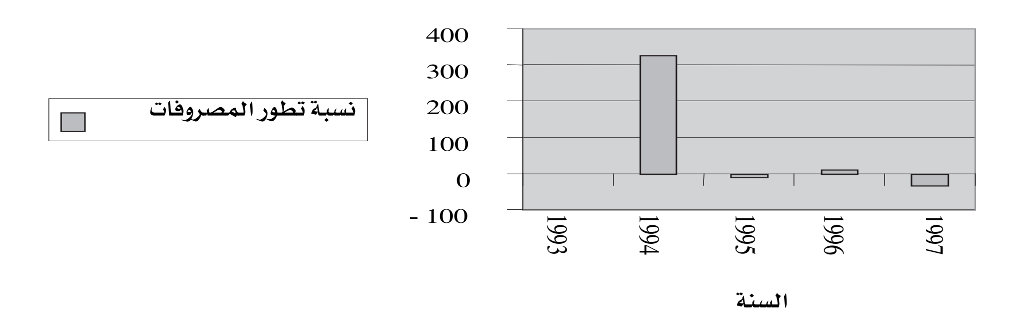
شكل (14)



زادت الإيرادات بنسبة 327% في عام 1994 مقارنة بالعام السابق وذلك نتيجة لزيادة قيمة المساهمة في المرابحات ، وخلال الأعوام التالية حافظت الإيرادات على معدلاتها، إلا أنه في عام 1997 ونتيجة لتخفيض قيمة المساهمة فقد انخفضت الإيرادات بنسبة 34% .

3/4 التطور في مصروفات نشاط المرابحات :-

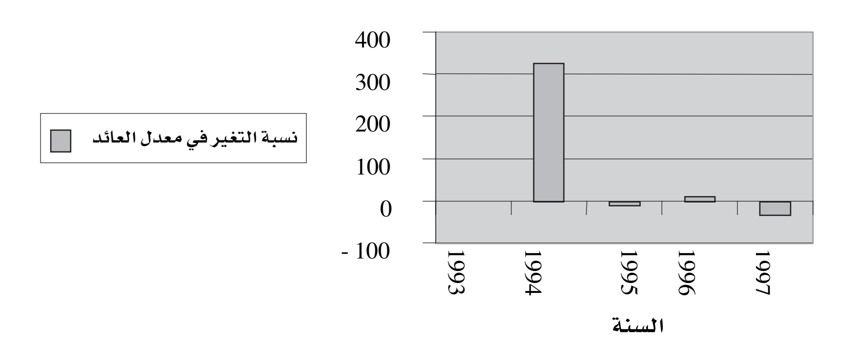
شكل (15)



اتجهت المصاريف بزيادة مستمرة خلال الأعوام 94، 95 ، ومن ثم تبع ذلك انخفاض بنسبة 6% في عام 96 ، وفي عام 97 انخفضت المصاريف بنسبة كبيرة بلغت 6ر57% نتيجة لانخفاض حجم المرابحات .

4/4 تطور معدل عائد المرابحات :-

شكل (16)



حقق معدل العائد زيادة بنسبة %120 في عام 1994 مقارنة بالعام السابق ، إلا أنه انخفض بنسبة 6ر13% في عام 1995 بسبب الانخفاض بالإيرادات ، على الرغم من أن القيمة الكلية للمرابحات حافظت على نفس مستواها تقريباً ، وتبع ذلك زيادة في سلوك العائد في العامين الأخيرين حيث حقق معدل العائد زيادة بنسبة 5ر24% في عام 1996 ويرجع ذلك إلى الزيادة في إيرادات المرابحات وذلك لتحسين عوائد المرابحات التي تديرها مؤسسات مالية متخصصة ، أما بالنسبة لعام 1997 فقد زاد معدل العائد بنسبة 4ر63% وتأتي تلك الزيادة الكبيرة نتيجة لتخفيض حجم المرابحات بعد استحقاقها وتحويلها إلى استثمارات أخرى وفي نفس السنة تم تحقيق إيرادات جيدة للمرابحات مما أدى إلى زيادة معدل العائد .

5 - **المحافظ والصناديق الاستثمارية :**

ظهرت الحاجة مؤخراً لوجود صناديق الاستثمار وذلك بهدف جذب الأموال من السوق وتوجيهها إلى مجالات استثمارية معينة، وتتميز تلك الصناديق بأنها تساعد صغار المستثمرين على استثمار أموالهم بالإضافة إلى أن تنوع مجالات الاستثمار داخل الصندوق يؤدي إلى تقليل المخاطر ، وكذلك سهولة التخارج من الصناديق وبالتالي إمكانية التسييل .

تقوم الفكرة الأساسية للصناديق الاستثمارية على الأساس الآتي [1] :

1) قيام جهة معينة (بنوك وشركات استثمار) بأعداد دراسة اقتصادية لنشاط أو مشروع معين بحيث تبين جدوى الاستثمار في هذا المشروع أو هذه الفرصة .

2) قيام تلك الجهة سواء كانت بنكاً أو شركة استثمارية بتكوين صندوق استثماري وتحديد أغراضه وإعداد نشرة الاكتتاب للصندوق بحيث تحتوي على جميع البيانات اللازمة عن الصندوق وكذلك شروط الاكتتاب والحقوق والالتزامات لمختلف الأطراف .

3) تقسيم رأس مال الصندوق الاستثماري إلى وحدات أو حصص أو صكوك متساوية القيمة الاسمية وهذه بمثابة مشاركة في رأس مال الصندوق .

4) بعد أن يقوم المكتتبون بسداد قيمة مساهمتهم ، تقوم الجهة المصدرة للصندوق باستثمار الأموال المجمعة لديها في المجالات المحددة في نشرة الاكتتاب ، ومن ثم يتم توزيع الأرباح في الفترات المتفق عليها بعد استقطاع أتعاب الجهة المصدرة للصندوق ، ويتم تصفية الصندوق في الموعد المحدد لانتهاء هذا الصندوق .

وقد قامت البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية بإصدار صناديق ومحافظ استثمارية تتماشى والشريعة الإسلامية وذلك حتى تستقطب مدخرات الأفراد والمؤسسات الإسلامية ، وتعتبر صناديق الاستثمار الإسلامية عقد مضاربة بحيث يتلاقى في هذا العقد أصحاب المال وهم المكتتبون ، وأصحاب الخبرات وهم الجهات المصدرة للصندوق والهدف من هذا التلاقي هو تحقيق الربح الحلال ومن ثم يتم تقسيم الربح حسب الاتفاق .

---

(1) عز الدين محمد خوجة ، صناديق الاستثمار الإسلامية (جدة مجموعة دلة البركة– إدارة التطوير والبحوث . ص 13

وقد قامت الأمانة العامة للأوقاف في عام 1993 بالمساهمة في صناديق ومحافظ استثمارية رغبة منها في تنوع مجالات (أدوات) الاستثمار في سبيل تقليل المخاطر حيث قررت الدخول في ثلاث محافظ هي محفظة إعمار الكويت ومحفظة أمريكا العقارية ومحفظة للعملات ، وتم زيادة عدد المحافظ والصناديق الاستثمارية التي تم الدخول فيها خلال الخمس سنوات الماضية حتى وصل في عام 1997 إلى واحد وعشرين صندوقاً ومحفظة استثمارية مختلفة النشاطات والعملات والمناطق الجغرافية وهذا باعتقادنا إنجاز جيد حيث تم تحقيق ذلك خلال أربع سنوات ويرجع ذلك إلى التعريف بمكتب الاستثمار التابع للأمانة العامة للأوقاف محلياً وعالمياً مما أدى إلى سهولة الاتصال في العديد من المؤسسات المالية العريقة وذات الملاءة الجيدة . ويبين الجدول التالي التطورات التي حدثت في الاستثمار بنشاط المحافظ والصناديق الاستثمارية خلال الأعوام من 1993 حتى 1997 .

جدول (9)
تطور تنوع وعوائد استثمارات أموال الأوقاف

السنة / البيان	استمارات عقارات			ودائع استثمارية			مساهمة في شركات			مرابحات			محافظ وصناديق استثمارية			نقدية وأخرى			إجمالي	
	النسبة	معدل العائد	معدل الربح	النسبة	معدل العائد	معدل الربح	النسبة	معدل العائد	معدل الربح	النسبة	معدل العائد	معدل الربح	النسبة	معدل العائد	معدل الربح	النسبة	معدل العائد	معدل الربح	النسبة	المعدل المربح
1988	0.59	0.12	0.071	0.01	-0.002	-0.00002	0.04	0.037	0.0015	-	-	-	-	-	-	0.36	0	0	1	0.072
1989	0.57	0.117	0.067	0.23	0.001	0.00023	0.04	0.017	0.00068	-	-	-	-	-	-	0.16	0	0	1	0.068
1990	0.60	0.07	0.042	0.32	-0.001	-0.00032	0.04	-0.002	-0.0008	-	-	-	-	-	-	0.04	0	0	1	0.042
1991	0.59	0.02	0.012	0.31	-0.0007	-0.00022	0.04	-0.001	-0.00004	-	-	-	-	-	-	0.06	0	0	1	0.012
1992	0.59	0.064	0.038	0.28	0.075	0.021	0.08	0.006	0.0005	-	-	-	-	-	-	0.05	0	0	1	0.06
1993	0.59	0.076	0.045	0.03	0.054	0.002	0.011	0.058	0.0064	0.09	0.032	0.003	0.12	0.01	0.0012	0.06	0	0	1	0.058
1994	0.53	0.069	0.036	0.02	0.074	0.0015	0.08	0.126	0.01	0.15	0.065	0.0098	0.18	0.042	0.0076	0.04	0	0	1	0.065
1995	0.50	0.074	0.037	0.03	0.06	0.0018	0.011	0.133	0.0146	0.14	0.057	0.08	0.18	0.052	0.009	0.04	0	0	1	0.07
1996	0.48	0.083	0.04	0.03	0.067	0.002	0.013	0.13	0.017	0.11	0.071	0.0078	0.21	0.065	0.0136	0.04	0	0	1	0.08
1997	0.46	0.086	0.04	0.004	0.051	0.0002	0.0216	0.095	0.02	0.04	0.116	0.0046	0.23	0.067	0.015	0.05	0	0	1	0.08

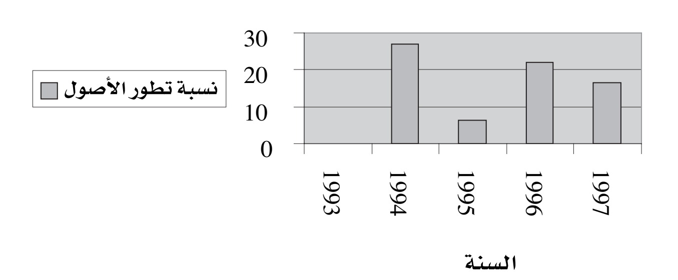
المصدر: البيانات المالية لوزارة الأوقاف والشؤون الإسلامية والأمانة العامة للأوقاف.

نقدية وأخرى: هي عبارة عن نقدية في الصندوق ولدى البنوك وأرصدة أخرى وإيرادات مستحقة.

ويتضح من الجدول السابق ما يلي:

1/5 تطور قيمة المساهمة في نشاط المحافظ والصناديق الاستثمارية

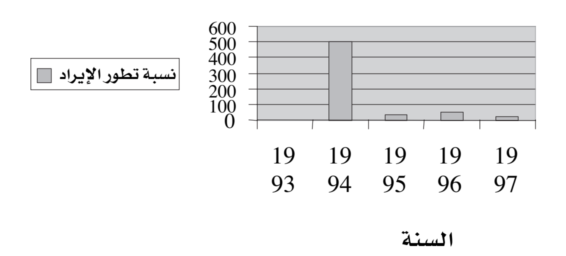
شكل (17)



حدث تزايد ملموس في أرصدة الأموال المستثمرة في مجال المحافظ والصناديق الاستثمارية مقارنةً بعام 1993 وهو وقت الدخول في المساهمة بهذا المجال ، حيث زادت هذه الأرصدة بنسبة 27% ، 4ر6% ، 22% 5ر16% وذلك خلال الأعوام 94 ، 95 ، 96 ، 97 على التوالي ليبلغ حجمها في نهاية عام 1997 مبلغاً وقدره 707ر022ر 28 دينار كويتي مقابل 260ر599ر 14 ديناراً كويتياً في عام 1993 ويأتي هذا التزايد نتيجة لما حظي به هذا المجال من اهتمام لتوسيع قاعدة المحافظ والصناديق الاستثمارية وصولاً إلى تحقيق التوازن في التركيبة الهيكلية لأصول محفظة الأوقاف الاستثمارية وتنوع أصولها لتقليل المخاطر المحتملة .

2/5 التطور في إيرادات المحافظ والصناديق الاستثمارية

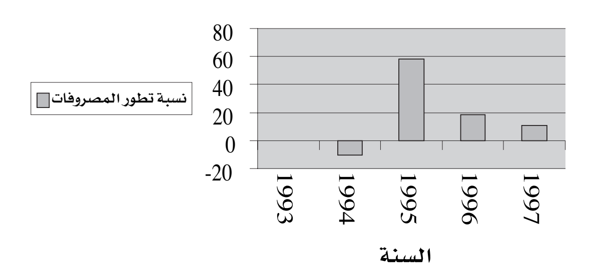
شكل (18)



صاحب الارتفاع المتنامي لحجم الاستثمار في المحافظ والصناديق الاستثمارية ارتفاع في الإيـرادات وظهر ذلك جلياً في عام 1994 حيث ارتفعت الإيـرادات بنسبة 503% ويأتي ذلك بسبب الانخفاض الكبير في إيـرادات عـام 1993 تلى ذلك زيادة في الإيـرادات بمعدلات متفاوتة حيث بلغت نسب الزيادة 32% ، 50% ، 21% خلال السنوات 95 ،96 ، 97 على التوالي وتأتي الزيادة نتيجة للاهتمام بنشاط المحافظ والصناديق الاستثمارية والدخول في محافظ وصناديق محلية وعالمية ذات نشاطات مختلفة وذلك عن طريق شركات متخصصة تقدم المشورة للأمانة العامة حتى تتمكن من اقتناص أفضل الفرص الاستثمارية وبالإضافة إلى الإيرادات النقدية التي يولدها هذا النشاط . فقد حققت تلك المحافظ والصناديق زيادة في القيمة السوقية بلغت 265ر 612ر 1 دينار كويتي.

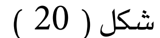
3/5 التطور في مصاريف المحافظ والصناديق الاستثمارية .

شكل (19)

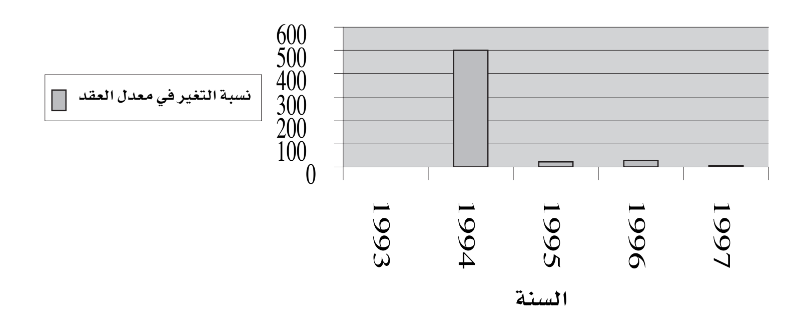


سجلت المصاريف انخفاضاً كانت نسبته 7ر10% في عام 1994 مقارنة بعام 1993 وتبع ذلك زيادة متنامية للمصاريف كانت معدلاتها 58% ، 6ر18% ، 11% للسنوات 95 ، 96 ، 97 على التوالي وهذه الزيادة تعتبر طبيعية بسبب الزيادة المماثلة في الإيرادات وحجم المحافظ الصناديق الاستثمارية .

4/5 التطور في معدل العائد للمحافظ والصناديق الاستثمارية :



شكل (20)



تزايدت معدلات العائد على الاستثمار في المحافظ والصناديق الاستثمارية خلال السنوات الخمس ، حيث حقق معدل العائد ارتفاعاً كبيراً في عام 94 بلغت نسبته 500% مقارنة بعام 93 ، وتلي ذلك زيادة ثابتة في عامي 95، 96 بلغت نسبتها 8ر23% 25% على التوالي ، أما في عام 97 فقد حدثت زيادة طفيفة في معدل العائد بلغت نسبتها 3% ويرجع سبب ذلك إلى الدخول في صناديق جديدة كانت عوائدها قليلة نوعاً ما .

وبعد أن تطرقنا إلى مجالات استثمار أموال الأوقاف والتطورات التي مرت بها تلك المجالات الاستثمارية كل على حدة ، فإننا سوف نوضح ومن خلال الجدول التالي عوائد ونسب كل استثمار فردي داخل محفظة استثمارات أموال الأوقاف خلال السنوات التي تناولتها الدراسة والتي امتدت من عام 1988 حتى 1997 .

ومن خلال الجدول السابق فإن في عامي 88 و 1989 نجد أن الاستثمار العقاري له النصيب الأكبر وقد حقق عوائد مجزية . إلا أن النقدية والأرصدة المدينة الأخرى نسبتها كبيرة جداً وهذا يدل على سوء الإدارة في استغلال تلك الأموال الطائلة المجمدة وبالتالي ظهر تأثير ذلك جلياً على معدل عائد أجمالي الأموال المستثمرة ، وفي عامي 90و 1991 تم إيداع تلك الأموال المعطلة في البنك بصورة ودائع استثمارية بحيث انخفضت نسبة النقدية وأخرى انخفاضاً كبيراً حيث بلغت 6% وهذه باعتقادنا نسبة مقبولة لمقابلة الالتزامات قصيرة الأجل . إلا أن ذلك تزامن مع حدوث الغزو العراقي الأمر الذي أثر على

معدل العائد في استثمار أموال الأوقاف . وبالتالي حدث انخفاض في المعدل في تلك الفترة ، وفي عام 1992 ارتفع معدل العائد المرجح بسبب عودة الأوضاع إلى طبيعتها حيث بلغ 85ر5% ، ومنذ عام 1993 حصل تزايد بنسب ثابتة تقريباً في معدل العائد المرجح وتزامن ذلك مع الدخول في استثمارات جديدة تمثلت في مرابحات ومحافظ وصناديق استثمارية .

الخلاصة :

يعتبر الوقف من المنظمات أو المؤسسات غير الهادفة للربح وقد يقوم ببعض العمليات الاستثمارية أو نحوها بهدف الاستمرارية والنمو وتحقيق إيرادات بقصد القيام بدوره السامي والمتمثل في تقديم خدمات عامة أو منافع إلى المجتمع والفئات المحتاجة ، وقد تم استثمار أموال الأوقاف بدولة الكويت بهدف تنميتها وتحقيق إيرادات مناسبة لكي يقوم الوقف برسالته النبيلة .

ويخلص الباحث في هذا الفصل إلى النتائج التالية :

1 - إن الوقف الإسلامي شرع ليؤدي دوراً كبيراً في تنمية المجتمعات ، وحكمة الوقف هي من أعظم الحكم وتتمثل في إيجاد وتوفير أموال للإنفاق منها على أوجه البر المختلفة ، وكذلك المحافظة على هذه الأموال من الضياع .

2 - مرت مسيرة الأوقاف بالكويت بعدة مراحل على مرور الزمن ، حيث بدأت بالإدارة الأهلية ، ثم الدائرة الحكومية ، ومن ثم مرحلة الوزارة ، وصولاً إلى الأمانة العامة للأوقاف.

3 - انحصر استثمار أموال الأوقاف في مجالات غير متعددة كان للجانب العقاري النصيب الأكبر فيها ، بالإضافة إلى الودائع الاستثمارية والمساهمة في شركات ، وفي عام 1993 تم الدخول في نشاط المرابحات والمحافظ والصناديق الاستثمارية وبعد ذلك لم يتم الدخول في أي مجال استثماري جديد حتى الآن على الرغم من أن هناك الكثير من الفرص الاستثمارية التي يمكن أن يتم الدخول فيها وهذا ما تم ذكره في الفصل الثاني .

4 - تأثرت جميع مجالات استثمار أموال الأوقاف بالغزو العراقي في عامي 90، 91 وكان المجال العقاري أقل تأثراً مقارنة بالمجالات الاستثمارية الأخرى .

5 - تحسنت عوائد استثمار أموال الأوقاف بأنشطتها الاستثمارية المختلفة عند تغير الإدارة وذلك بإنشاء الأمانة العامة للأوقاف في عام 1993 وذلك بوضع تنظيم جديد واستراتيجية عامة لاستثمار أموال الأوقاف وأصبح هناك نمو تدريجي تقريباً في معدلات العائد .

الفصل الرابع

كفاءة استثمار أموال الأوقاف بدولة الكويت

العلاقة بين عائد استثمار أموال الأوقاف وبين عائد السوق

مدى تحقيق استثمارات أموال الأوقاف الحالية لسياسة التنويع الموضوعة

الاختلاف بين عائد سياسة التنويع الحالية وعائد سياسة التنويع الأمثل في استثمار أموال الأوقاف

مقدمة :

يهدف هذا الفصل إلى التحقق من كفاءة استثمارات أموال الأوقاف بدولة الكويت وذلك من خلال مقارنة بين عائد استثمار أموال الأوقاف وبين عائد سوق الكويت للأوراق المالية ، والعائد على حقوق المساهمين لشركات الاستثمار المدرجة في بورصة الكويت، والعائد على استثمارات المؤسسة العامة للتأمينات الاجتماعية ، وكذلك المقارنة من حيث المخاطرة ومعامل الاختلاف . بالإضافة إلى التعرف على درجة العلاقة (قوية – ضعيفة) واتجاهها (طردية – عكسية) بين عائد استثمارات الأوقاف (كمتغير تابع) وعوائد المؤسسات الثلاث السابق ذكرها (كمتغيرات مستقلة) خلال السنوات العشر الماضية من عام 1988 حتى عام 1997 .

وكذلك سوف تتم دراسة سياسة التنويع الموضوعة لاستثمار أموال الأوقاف من حيث القطاع الاقتصادي ، والعملات ، والمناطق الجغرافية ، ومقارنتها مع ما تم تطبيقه فعلاً في الواقع العملي ، ومن ثم التحقق من وجود اختلاف جوهري بين سياسة التنويع الموضوعة وما تم تطبيقه في الواقع العملي.

وأخيراً سوف يتم التعرف على عائد التنويع الحالي لاستثمارات الأوقاف ومن ثم مقارنته مع عائد التنويع الأمثل لاستثمار أموال الأوقاف والذي يحقق أدنى مخاطر وذلك للتحقق من إذا كان هناك اختلاف جوهري بين العائدين أم لا .

أولاً : العلاقة بين عائد استثمار أموال الأوقاف وبين عائد السوق

قبل أن نوجد العلاقة بين عائد استثمارات أموال الأوقاف وبين عائد السوق والمتمثل في كل من العائد على حقوق المساهمين بالشركات الاستثمارية المدرجة بالبورصة ، وعائد سوق الكويت للأوراق المالية ، والعائد على استثمارات المؤسسة العامة للتأمينات الاجتماعية سوف نقوم بالتعرف على كفاءة استثمارات أموال الأوقاف من خلال مقارنة أداء استثمارات الأوقاف بأداء المؤسسات الثلاث السابقة ، وذلك من حيث متوسط العائد والمخاطرة ومن ثم معامل الاختلاف .

ويبين الجدول التالي البيانات المالية لاستثمارات الأوقاف والمؤسسات الأخرى .

جدول رقم (10)
العائد على استثمار الأصول الوقفية والمؤسسات الأخرى

معدل العائد على استثمارات (4) المؤسسة العامة للتأمينات الاجتماعية	عائد سوق الكويت للأوراق المالية (3)	صافي الربح (خسارة) إلى حقوق المساهمين لشركات الاستثمارات	صافي الإيراد إلى إجمالي أصول الأوقاف	البيان السنة
6.08	-1.4	-6.3	7.2	1988
6.08	1.1	3.6	6.8	1989
4	0.7	2.4	4.2	1990
2	0.4	1.2	1.2	1991
6.8	-7.6	-4	6	1992
6.2	9.1	16.6	5.8	1993
6	-0.8	9.8	6.8	1994
7.5	25.3	11.8	7	1995
3.2	32.9	11.6	8	1996
	15.9	15.5	8	1997

(1) في عام 1990، 1991 حدث الغزو العراقي على دولة الكويت وقد تم افتراض قيم لهذين العامين حيث تم احتساب عام 1990بما يعادل 8شهور من قيمة العائد في عام 89وأما عام 1991فقد تم احتسابه بما يعادل 4شهور من عام 89 ، عدا البيانات المالية لأموال الأوقاف حيث إنها بيانات فعلية .

(2) تم أخذ شركات الاستثمار المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية (13شركة في عام 97) ، "المصدر دليل مجموعة الأوراق المالية لشركات الاستثمار المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية" .

(3) عائد سوق الكويت للأوراق المالية تم احتسابه عن طريق التغير في مؤشر السوق (مؤشر الشال) ، "المصدر مكتب الشال " .

(4) نظرا لعدم توافر بيانات عن عوائد التأمينات الاجتماعية لعام 1988،1989فقد تم افتراض قيم متوسط العائد لهذين العامين .

ومن خلال الجدول السابق سوف نقارن بين أداء استثمارات الأوقاف وأداء المؤسسات الأخرى .

1 - العائد على استثمارات أموال الأوقاف والعائد على حقوق المساهمين لشركات الاستثمار المدرجة ببورصة الكويت .

جدول (11)

مقارنة أداء استثمارات الأوقاف وشركات الاستثمار المدرجة بالبورصة

البيان	استثمارات الأوقاف %	شركات الاستثمار %
متوسط العائد (المتوقع)	6.1	6.2
التباين	4	64
الانحراف المعياري	2	8
معامل الاختلاف	0.328	1.29

من خلال الجدول السابق فإن أداء استثمارات أموال الأوقاف خلال سنوات الدراسة

هو الأفضل حيث إنها حققت متوسط عائد بلغ 6،1 % في حين أن شركات الاستثمار حققت متوسط عائد بلغ 6،2 % ، وأما بالنسبة للمخاطرة فإن المخاطرة في استثمارات الأوقاف بلغت2% في حين أن المخاطر في شركات الاستثمار بلغت 8% .

وللتأكد من الأفضلية بالجدول السابق فلابد من النظر إلى معامل الاختلاف وهذا المعامل هو مقياس نسبي حيث إنه يقيس عدد وحدات الخطر بالنسبة لوحدة واحدة من متوسط العائد .ويوضح الجدول أنه مقابل كل وحدة واحدة من العائد على استثمارات أموال الأوقاف يقابلها 0.328 وحدة مخاطرة ، في حين أن مقابل كل وحدة وحدة من العائد في شركات الاستثمار يقابلها 1،29وحدة مخاطرة ، والمستثمر يفضل دوماً معامل الاختلاف الأقل .

2 - العائد على استثمارات أموال الأوقاف وعائد سوق الكويت للأوراق المالية

جدول رقم (12)

مقارنة أداء استثمارات الأوقاف وسوق الكويت للأوراق المالية

البيان	استثمارت الأوقاف %	عائد سوق الكويت للأوراق المالية %
متوسط العائد	6.1	7.6
التباين	4	171.6
الانحراف المعياري	2	13.1
معامل الاختلاف	0.328	1.72

ومن خلال الجدول السابق فإنه بمقارنة عائد استثمارات أموال الأوقاف خلال السنوات من 1988 حتى عام 1997 بأداء عائد سوق الكويت للأوراق المالية والذي تم قياسه عن طريق التغير في مؤشر السوق ، يتبين أن استثمارات الأوقاف حققت متوسط عائد بلغ 6.1%، في حين بلغ متوسط عائد سوق الكويت للأوراق المالية 7.6%، حيث نجد هنا أن متوسط عائد السوق أفضل ، إلا أن المخاطرة في استثمارات أموال الأوقاف أقل بكثير من مخاطرة عائد سوق الكويت للأوراق المالية حيث بلغت المخاطرة في كل من العائدين 2% و 13.1% على التوالي .

وقد أظهر لنا معامل الاختلاف أن عائد استثمارات الأوقاف أفضل من عائد سوق الكويت للأوراق المالية فمقابل كل وحدة واحدة من العائد على استثمارات الأوقاف يقابلها0.328 وحدة مخاطرة في حين أن مقابل كل وحدة واحدة من عائد سوق الكويت للأوراق المالية يقابلها 1.72وحدة مخاطرة .

3 – العائد على استثمارات أموال الأوقاف والعائد على استثمارات المؤسسة العامة للتأمينات الاجتماعية .

جدول رقم (13)

مقارنة أداء استثمارات الأوقاف واستثمارات التأمينات الاجتماعية

البيان	استثمارات الأوقاف %	استثمارات التأمينات الاجتماعية %
متوسط العائد	6.1	5.4
التباين	4	3.24
الانحراف المعياري	2	1.8
معامل الاختلاف	0.328	0.333

ومن خلال الجدول السابق فإن أداء استثمارات هاتين المؤسستين الحكوميتين خلال سنوات الدراسة قريب بعض الشيء ، إلا أن استثمارات الأوقاف أفضل نسبيا فقد حققت متوسط عائد بلغ 6،1 %، في حين بلغ متوسط العائد على استثمارات مؤسسة التأمينات الاجتماعية 5،4% ، أما بالنسبة للمخاطرة على استثمارات الأوقاف فقد بلغت 2% ومخاطرة استثمارات مؤسسة التأمينات الاجتماعية هي 1.8% .

ويبين معامل الاختلاف أفضلية ضئيلة لاستثمارات الأوقاف حيث إنه مقابل كل وحدة واحدة من العائد هناك 0.328 وحدة مخاطرة ، في حين أنه مقابل كل وحدة واحدة من عائد استثمارات التأمينات الاجتماعية يقابلها 0.333 ، وحدة مخاطرة .

وينص الفرض الأول على أنه:

" لا توجد علاقة جوهرية بين عائد استثمارات أموال الأوقاف وبين العائد السوقي".

وينقسم هذا الفرض إلى ثلاثة فروض فرعية :

. لا توجد علاقة جوهرية بين عائد استثمارات أموال الأوقاف (y) وبين العائد على حقوق المساهمين لشركات الاستثمار المدرجة بالبورصة (X1).

. لا توجد علاقة جوهرية بين عائد استثمارات أموال الأوقاف (y) وبين عائد سوق الكويت للأوراق المالية (X2) .

. لا توجد علاقة جوهرية بين عائد استثمارات أموال الأوقاف (y) وبين العائد على استثمارات المؤسسة العامة للتأمينات الاجتماعية (X3) .

ولاختبار هذه الفروض سوف يتم استخدام معامل الارتباط (ر) والذي يقيس درجة (قوية ، ضعيفة) واتجاه (طر دية ، عكسية) العلاقة بين المتغيرات ، حيث إن قيمة معامل الارتباط تتراوح بين (1،1-)،أما إذا كانت قيمة معامل الارتباط مساوية للصفر فانه لا توجد علاقة . وسوف نقوم بالتحقق عن مدى وجود علاقة جوهرية بين المتغيرات المستقلة (X1 ، X2 ، X3) والتي تم ذكرها سابقا كل على حدة ، والمتغير التابع (y) وهو عائد استثمارات أموال الأوقاف وسنوات الدراسة تمثل عشر سنوات ، حيث تم ذكر البيانات المالية للمتغيرات المستقلة والمتغير التابع سابقا في الجدول رقم(10) .

ويبين الجدول التالي العلاقة بين المتغيرات المستقلة (X1 ، X2 ، X3) والمتغيرات التابعة (Y) .

جدول (14)

الارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع

المتغير		Y	X_1	X_2	X_3
Y	معامل الارتباط	1	0.33	0.462	0.65
	مستوى الدلالة	–	0.352	0.179	0.048
	السنوات	10	10	10	10
X_1	معامل الارتباط	0.33	1	0.684	0.074
	مستوى الدلالة	0.352	–	0.029	0.84
	السنوات	10	10	10	10
X_2	معامل الارتباط	0.462	0.684	1	0205
	مستوى الدلالة	0.179	0.029	–	0.569
	السنوات	10	10	10	10
X_3	معامل الارتباط	0.65	0.074	0205	1
	مستوى الدلالة	0.048	0.84	0.569	–
	السنوات	10	10	10	10

■ إذا كان مستوى الدلالة أقل من 0.05 فهناك ارتباط جوهري .

ومن خلال الجدول السابق يتضح الآتي :

أولا : مستوى الدلالة لمعامل الارتباط بين المتغير المستقل (X1) وهو العائد على حقوق المساهمين لشركات الاستثمار المدرجة بالبورصة وبين عائد استثمارات أموال الأوقاف (y) كمتغير تابع هو 0.352 (أكبر من 0.05 وهو مستوى المعنوية المقابل لدرجة ثقة 95%) ، مما يعني أن العلاقة بين المتغيرين غير جوهرية وبالنظر إلى معامل الارتباط نجد أنه 0.33 وهذا يدل على أن هناك علاقة طردية ضعيفة بين المتغيرين (X1) و (y) .

وبذلك نقبل فرض العدم وهو " لا توجد علاقة جوهرية بين العائد على حقوق المساهمين لشركات الاستثمار المدرجة بالبورصة وبين عائد استثمارات أموال الأوقاف".

ثانيا : مستوى الدلالة لمعامل الارتباط بين المتغير المستقل (X2) عائد سوق الكويت للأوراق المالية وبين عائد استثمارات أموال الأوقاف كمتغير تابع هو 0.179 (أكبر من 0.05 وهو مستوى المعنوية المقابل لدرجة ثقة 95%) وهذا يعني أن العلاقة غير جوهرية بين المتغيرين ، معامل الارتباط بين المتغيرين بلغ 0.46 ، وهذا يعني أن هناك علاقة طردية ضعيفة .

وبذلك نقبل فرض العدم وهو " لا توجد علاقة جوهرية بين عائد سوق الكويت للأوراق المالية وعائد استثمارات أموال الأوقاف " .

ثالثاً : مستوى الدلالة لمعامل الارتباط بين المتغير المستقل (X3) عائد استثمارات التأمينات الاجتماعية والمتغير التابع (y) عائد استثمارات أموال الأوقاف هو 0.048 (أقل من 0.05 وهو مستوى المعنوية عند درجة ثقة 95%) وهذا يعني وجود علاقة جوهرية بين المتغيرين ، وبالنظر إلى معامل الارتباط نجد أنه 0.65 وهذا يدل أن هناك علاقة طردية متوسطة القوة بين المتغيرين .

وبذلك نرفض فرض العدم ونقبل الفرض البديل وهو " توجد علاقة جوهرية بين عائد استثمارات التأمينات الاجتماعية وعائد استثمارات أموال الأوقاف " .

ثانياً : مدى تحقيق استثمارات أموال الأوقاف الحالية لسياسية التنويع الموضوعة :

ينص هذا الفرض على أنه :

" لا يوجد اختلاف جوهري بين سياسة التنويع الموضوعة لاستثمار أموال الأوقاف وبين ما تم تطبيقه فعلاً في استثمار أموال الأوقاف في الواقع العملي "

وتشمل سياسة التنويع على :

. تنويع المناطق المستثمر بها لتوزيع المخاطر الجغرافية والتقليل من الآثار السلبية المحتملة نتيجة تغير الظروف السياسية والاقتصادية .

. تنويع عملات الموارد الوقفية المستثمرة للوصول إلى توازن يقلل من تأثير تقلب أسعار صرف العملات .

. تنويع القطاعات الاقتصادية المستثمر بها لتقليل آثار تغير المعطيات الاقتصادية على الموارد الوقفية .

وتحقيقا لهذا الغرض يجب تشغيل وتوجيه الأموال المتاحة إلى عمليات تمويلية محسوبة وفقا لتوزيع محدد من حيث القطاع والعملة والمناطق الجغرافية المستثمر بها لا تزيد مقاديرها فيه عن النسب الموضح بيانها فيما بعد توخيًا لتوزيع المخاطر مع تحقيق عائد مجزٍ ومراعاة الالتزامات النقدية والدورية ، وذلك على النحو التالي (1) :

القطاعات المستهدفة :

القطاع	**النسبة**
المالي	50%
العقاري	65%
الصناعي	2%
الخدماتي	10%
الزراعي	2%

(1) استراتيجية الاستثمار لمكتب استثمار وتنمية الموارد الوقفية – الكويت 1993.

العملات	النسبة
دينار كويتي	80%
الدولار الأمريكي	35%
عملات أوروبية	10%
عملات السوق الآسيوية	5%
عملات دول مجلس التعاون	5%
عملات الشرق الأوسط	5%

التوزيع الجغرافي	النسبة
الكويت	100%
الولايات المتحدة	35%
أوروبا	10%
آسيا	5%
الخليج	5%
الشرق الأوسط	5%

وتحقيقا لذلك فقد قام الباحث بدراسة البيانات المالية لاستثمارات أموال الأوقاف للتأكد من مدى الالتزام بالسياسة العامة لاستثمار أموال الأوقاف وكذلك بالنسب الموضوعة حسب القطاعات الاقتصادية والعملات والمناطق الجغرافية .

ويوضح الجدول التالي النسب الموضوعة حسب القطاعات الاقتصادية والعملات والمناطق الجغرافية والنسب الفعلية (السياسة العامة للاستثمار تم إعدادها في عام 1993 وبالآتي المقارنة بين النسب الموضوعة والنسب الفعلية سوف يكون من عام 93 حتى 1997) .

جدول (15)

مقارنة بين النسبة الموضوعة والنسب الفعلية حسب القطاعات الاقتصادية والعملات والمناطق الجغرافية

البيان	النسب الموضوعة	1993%	1994%	1995%	1996%	1997%
القطاع الاقتصادي						
المالي	50	36.3	44.2	45.4	46	43.3
العقاري	65	36.3	55.3	52.2	50	50.5
الصناعي	2	–	–	–	–	–
الخدماتي	10	0.4	0.5	2.4	4	6.2
الزراعي	2	–	–	–	–	–
العملات						
الدينار الكويتي	80	79	74	69.6	69.4	73.5
الدور الأمريكي	35	19.9	23.3	27.7	26.8	20.6
عملات أوروبية	10	0.4	2	1.8	2.4	3.5
عملات السوق الآسيوية	5	0.01	0.01	0.07	0.1	0.6
عملات مجلس التعاون	5	0.7	0.7	0.8	1.3	1.8
عملات الشرق الأوسط	5	–	–	–	–	–
التوزيع الجغرافي						
الكويت	100	81.82	77.7	79.3	75.3	74.7
الولايات المتحدة	35	14.43	14.5	14	15.6	15.3
أوروبا	10	0.4	1.9	2.4	3.6	4.7
آسيا	5	0.01	0.01	1	1	0.6
الخليج العربي	5	3.14	3.14	2.8	3.1	4.3
الشرق الأوسط	5	0.2	0.2	0.5	1.3	0.4

ويتضح من الجدول السابق ما يلي :

1 - القطاعات الاقتصادية :

النسبة الموضوعة للقطاع المالي هي 50% ، ونجد أن المساهمة في هذا القطاع بدأت منخفضة في عام 1993حيث تمثل 36.3% من إجمالي المساهمة بالقطاعات الأخرى ، إلا أن الأمر تحسن في الأعوام التالية حيث تراوحت نسبة المساهمة من 43% إلى 46% وهذا يعني أنهم قريبون من النسبة الموضوعة ويشمل القطاع المالي الودائع الاستثمارية والمساهمة في الشركات المالية وكذلك المرابحات بالإضافة إلى الصناديق الاستثمارية.

أما بالنسبة للقطاع العقاري فكانت النسبة الموضوعة له هي 65% ونجد أن قطاع العقار بدأ في عام 1993 بنسبة قريبة جداً للنسبة المستهدفة ولكن في الأعوام التالية انخفضت النسبة لتتراوح بين 50% إلى 55% ، ولعل السبب في هذا يرجع إلى توجيه أموال الأوقاف إلى استثمارات أخرى جديدة.

أما القطاع الصناعي والقطاع الزراعي فكانت النسبة الموضوعة لهذين القطاعين هي 2% ، إلا أنه لم يتم الاستثمار في هذين القطاعين وربما يرجع السبب في ذلك إلى قلة الفرص الاستثمارية في هذين القطاعين أو عدم جدوى الفرص المعروضة أمامهما، ويجب على القائمين على استثمار أموال الأوقاف بزيادة الاهتمام بتلك المجالات الحيوية.

أما قطاع الخدمات فإن النسبة الموضوعة هي 10% ، وقد بدأ المساهمة في مجال الخدمات بنسبة ضئيلة أول الأمر فلم يتجاوز 0.5% في عامي 93، 94 إلا إن النسبة الفعلية زادت تدريجياً في الأعوام التالية حيث بلغت 2.4% ثم 6.2 حيث إنها بدأت تقترب من النسبة المثلى ، إذ تمت المساهمة في شركات جديدة تهتم بمجالات التعليم والخدمات العامة والاتصالات .

2 - العملات :

للوهلة الأولى نجد أن حصة الدينار الكويتي كبيرة جداً حيث بلغت النسبة الموضوعة حسب السياسة الاستثمارية 80% نظراً لأنها العملة المحلية ، وبمقارنتها بما بالنسبة الفعلية حسب سنوات الدراسة فإن عام 1993 بلغت نسبة استثمارات الأوقاف 79% أي مطابقة للنسبة الموضوعة تقريباً ، وأخذت هذه النسبة تتناقص تدريجياً في الأعوام التالية حتى وصلت إلى 69.4% في عام 96 ، وفي عام 97 عاودت الارتفاع وبلغت النسبة 73.5% وغالبية الاستثمار في هذه العملة يأتي من الاستثمار في العقارات والتي بلغت

50 % تقريباً من إجمالي استثمارات الأوقاف ، وبطبيعة الحال يفضل أن يكون استثمار العقارات داخل الدولة صاحبة الشأن ، لما قد يتعرض له هذا النوع من حساسيات ومشكلات خارج الوطن وذلك لاختلاف القوانين المنظمة للعقارات في كل دولة ، ناهيك عن مخاطر التغير في أسعار الصرف وآثار التضخم (1) .

أما بالنسبة للدولار الأمريكي والذي يعتبر من أقوى وأكثر العملات انتشارا في العالم فإن النسبة الموضوعة للاستثمار في هذه العملة هي 35% ، وبالنظر إلى ما تحققه فعلاً بالاستثمار في هذه العملة فإنه بدأ منخفضاً في عام 93 ثم ارتفع في السنتين التاليتين حتى وصل 27.7% في عام 95 ومن ثم انخفض إلى أن وصل إلى 20.6% في عام 97 .

أما العملات الأوروبية فإنه لم يستثمر إلا في الجنيه الإسترليني وذلك بالدخول في محافظ وصناديق استثمارية بالمملكة المتحدة ، ويفضل أن يكون هناك تنوع بالاستثمار بالعملة الأوروبية الجديدة (اليورو)، وقد حددت السياسة الاستثمارية ما نسبته 10% كسقف أعلى للاستثمار في العملات الأوروبية ، وفي رأينا أن هذا السقف يعتبر قليلاً لما تتمتع به العملات الأوروبية من قوة وانتشار ، وبمقارنة النسبة الموضوعة بالنسبة التي تحققت فعلاً نجد فجوة كبيرة بين المخطط والفعلي إذ إنها لم تتعد 3.5% ، ويفضل زيادة الاستثمار في هذه العملة عن طريق البحث عن فرص استثمارية مناسبة أخرى في الدول الأوروبية وعدم التركيز على المملكة المتحدة .

وأما العملات الآسيوية فإنه لم يتم الاستثمار فيها عدا المساهمة في بنك بنغلاديش بالإضافة إلى وديعة بنك التوفيق في باكستان حيث بلغت النسبة الموضوعة وفقاً للسياسة 5 % بينما الاستثمار الفعلي في هذه العملات لم يتعد 1% ، ويفضل الاستثمار في دول آسيوية أخرى وبخاصة تلك التي تتمتع بالاستقرار والنمو الاقتصادي كالصين مثلاً .

وبشأن عملات مجلس التعاون فقد بلغت النسبة الموضوعة حسب سياسة التنويع الاستثمارية 5 % ، وبمقارنتها بالنسب الفعلية خلال السنوات الخمس الماضية نجد أن هناك تفاوتاً كبيراً بين المستهدف والمحقق حيث تراوحت النسبة بين 0.7% و 1.8%، ولم يتم الاستثمار سوى في عملة واحدة فقط هي الدينار البحريني ، لذا يجب زيادة الاستثمار من خلال في عملات دول المجلس الأخرى .

---

(1) السيد إبراهيم الدسوقي ، استثمارات احتياطات التأمينات الاجتماعية (الرياض : جامعة الملك سعود ، 1988، ص 149.

أما بالنسبة لعملات الشرق الأوسط فإن النسبة الموضوعة هي 5 % إلا أنه لم يتم الاستثمار في هذه العملات ، لذا يجب الاهتمام بهذه العملات والاستثمار فيها حتى يكون هناك تنوع جيد في العملات .

3 - **المناطق الجغرافية :**

النسبة الموضوعية لدولة الكويت هي 100% نظراً لأنها موطن تلك الاستثمارات الوقفية ، وقد تراوحت النسب الفعلية للاستثمار في دولة الكويت بين 74.7% و 81.82%، وغالبية الاستثمار جاء في شكل عقارات حيث بلغت حصتها 50% تقريباً من إجمالي الأصول الوقفية .

أما بالنسبة للاستثمار بالولايات المتحدة فقد تم وضع ما نسبته 35% إلا أنه لم يتم الاستثمار سوى بنسبة تتراوح بين 14% و 15.6% ومعظم تلك الاستثمارات هي في شكل محافظ وصناديق استثمارية ، لذا يجب زيادة الاهتمام بهذه المنطقة من العالم ذات الفرص الاستثمارية المتنوعة والاقتصاد القوي .

أما الاستثمار في أوروبا فإن النسبة المستهدفة هي 10% ، وبالنظر إلى ما تم تحقيقه بالاستثمار في تلك المنطقة ، فقد بدا منخفضاً في عام 1993 حيث بلغ 4% ومن ثم زاد تدريجياً ذلك الذي هو على شكل محافظ وصناديق استثمارية حتى وصل إلى 4.7 % في عام 1997 ، لذا فإنه يفضل زيادة الاستثمار في أوروبا وعدم التركيز على إنجلترا فقط.

أما بالنسبة لمناطق آسيا والشرق الأوسط فإن النسب الموضوعة هي 5% إلا أن الاستثمار الفعلي في تلك المناطق جداً حيث إنه لم يتعد 1.3% تقريباً ويفضل البحث عن فرص استثمارية في تلك المناطق وخاصة في الدول التي تتمتع بالاستقرار والنمو الاقتصادي .

أما منطقة الخليج العربي فإن النسبة الموضوعة هي 5% ، وبالنظر إلى النسب الفعلية فإنها قريبة من النسب الموضوعة خاصة في عام 1997 حيث بلغت نسبة الاستثمار في منطقة الخليج 4.3% ، ويفضل زيادة النسبة المستهدفة للاستثمار في دول الخليج التي تتمتع بالاستقرار ، وعدم التركيز على دولة واحدة .

وبالرجوع إلى الفرض الثاني فإنه ينص على أنه لا يوجد اختلاف بين سياسة التنويع الموضوعة لاستثمار أموال الأوقاف وبين ما تم تطبيقه فعلاً في استثمار أموال الأوقاف في الواقع العملي .

ونعني بعدم وجود اختلاف هو أن لا تتعدى النسبة الموضوعة النسب الفعلية كما هو مبين بالجدول رقم (15) .

ولاختبار هذا الفرض فإنه سوف يتم استخدام اختبار " ت " للفروق بين متوسط العينة والقيم الموضوعة (المفترضة أو المستهدفة)[1] ، وذلك حسب متغيرات الدراسة المختلفة (قطاعات اقتصادية – عملات – توزيع جغرافي)

$$\text{ت} = \frac{\bar{\text{س}} - \text{م}}{\frac{\text{ع}}{\sqrt{\text{ن}}}} = \frac{\frac{x - M}{s}}{\sqrt{n}}$$

س : المتوسط المحسوب من العينة .

م : القيمة الموضوعة (المفترضة)

ع : الانحراف المعياري المحسوب قبل العينة .

ن : عدد المشاهدات (السنوات)

الفرض العدمي : Ho ≤ القيمة الموضوعة .

H1 ≥ القيمة الموضوعة .

وسوف نقوم بدراسة متغيرات الدراسة حسب القطاعات المختلفة وذلك للتعرف على الاختلاف بين النسب الموضوعة (المخططة) والنسب الفعلية .

---

(1) سمير كامل عاشور ، سامية أبو الفتوح ، الإحصاء التحليلي (القاهرة : مكتبة معهد الإحصاء – جامعة القاهرة ، 1987 9 ، ص 250 .

1 - **القطاعات الاقتصادية :**

جدول رقم (16)

الاختلاف بين النسب الموضوعة حسب القطاعات الاقتصادية والنسب الفعلية

مستوى المعنوية	ت	النسبة الفعلية		النسبة الموضوعة (المخططة) ٪	متغيرات الدراسة
		الانحراف المعياري	المتوسط ٪		
غير دالة	-3.98	3.91	43.04	50	القطاع المالي
غير دالة	-4.4	5.46	54.26	65	القطاع العقاري
-	-	-	-	2	القطاع الصناعي
غير دالة	6.64	2.46	2.7	10	القطاع الخدماتي
-	-	-	-	2	القطاع الزراعي

من الجدول السابق يتضح أنه لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين النسب الفعلية في القطاعات التالية (القطاع المالي - القطاع العقاري - القطاع الخدماتي) وبين النسب الموضوعة (المخططة) المختلفة لكل قطاع على حدة وذلك بدرجة ثقة 99% ،وبمقارنة قيم ت المحسوبة (23.98- ، 4.4- ، 6.64-) للقطاعات المختلفة (المالي العقاري الخدماتي) على التوالي بقيم "ت" الجدولية (ت4 ، 0.01) = 3.75 ، مما يؤكد أن جميع قيم "ت" المحسوبة تقع في منطقة قبول الفرض ، وهو ما يدفعنا إلى قبول الفرض القائل إنه لا يوجد اختلاف بين سياسة التنويع الموضوعة لاستثمار أموال الأوقاف وبين ما تم تطبيقه فعلاً ، وبالتالي نقبل فرض العدم .

أما بالنسبة للقطاع الصناعي والقطاع الزراعي فإنه تعذر حساب قيم الاختبار حيث لا توجد قيم فعلية لهذين القطاعين خلال سنوات الدراسة نتيجة عدم المساهمة في هذين القطاعين.

2 - **العملات :**

جدول رقم (17)

الاختلاف بين النسب الموضوعة حسب العملات والنسب الفعلية

متغيرات الدراسة	النسبة الموضوعة (المخططة) ٪	النسبة الفعلية		ت	مستوى المعنوية
		المتوسط ٪	الانحراف المعياري		
الدينار الكويتي	80	73.1	3.93	-3.93	غير دالة
الدولار الأمريكي	35	23.66	3.53	-7.19	غير دالة
عملات أوروبية	10	2.02	1.12	-15.95	غير دالة
عملات أسيوية	5	0.16	0.25	-43.28	غير دالة
عملات مجلس التعاون	5	1.06	0.483	-18.25	غير دالة

من الجدول السابق يتضح أنه لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين النسب الفعلية المتبعة في الاستثمار بالعملات المختلفة وبين النسب الموضوعة لكل عملة على حدة وذلك بدرجة ثقة 99% ، حيث كانت قيم "ت" المحسوبة هي (3.93- ، 7.19- ، 15.95- ، 43.28- ، 18.25-) للعملات المختلفة المبينة بالجدول على التوالي ، وبمقارنتها بقيم"ت"الجدولية (ت 4، 0.01) = 3.75 ، نجد أن جميع قيم "ت" المحسوبة تقع في منطقة قبول الفرض ، حيث إنه لا يوجد اختلاف بين السياسة الاستثمارية بشأن العملات وبين ما تم تطبيقه فعلاً ، وبالتالي نقبل فرضية العدم .

أما بالنسبة لعملات الشرق الأوسط فإنه لم يتم الاستثمار في هذه العملة قط.

3 - **التوزيع الجغرافي :**

جدول رقم (18)

الاختلاف بين النسب الموضوعة حسب المناطق الجغرافية والنسب الفعلية

متغيرات الدراسة	النسبة الموضوعة (المخططة) ٪	النسبة الفعلية		ت	مستوى المعنوية
		المتوسط ٪	الانحراف المعياري		
الدينار الكويتي	100	77.76	2.93	16.99-	غير دالة
الدولار الأمريكي	35	14.77	0.66	68.38-	غير دالة
عملات أوروبية	10	2.60	1.64	10.08-	غير دالة
عملات آسيوية	5	0.524	0.50	20.15-	غير دالة
عملات مجلس التعاون	5	3.81	1.21	2.2-	غير دالة
عملات مجلس التعاون	5	0.51	0.46	21.79-	غير دالة

من خلال الجدول السابق يتضح أنه لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين النسب الفعلية المتبعة في متغيرات الدراسة حسب التوزيع الجغرافي للمناطق المختلفة وبين النسب المخططة لكل دولة على حدة عند مستوى 0.01 أي بدرجة ثقة 99% وذلك للمناطق التالية : الكويت – الولايات المتحدة – أوروبا – آسيا – الخليج – الشرق الأوسط، حيث كانت قيم "ت" المحسوبة (16.99- ، 68.38- ، 10.08- 20.15- ، 2.2- ، 21.79-) على التوالي وبمقارنتها بقيم "ت" الجدولية (ت4 ، 0.01) = 3.75 نجد أن جميع الدول السابق ذكرها تقع في منطقة القبول وبالتالي نقبل الفرض العدم .

ثالثاً : الاختلاف بين عائد التنويع الحالي وعائد التنويع الأمثل في استثمار أموال الأوقاف :

ينص هذا الفرض على أنه :

" لا يوجد اختلاف جوهري بين عائد التنويع الحالي وعائد التنويع الأمثل في استثمار أموال الأوقاف " .

ولإيجاد التنويع الأمثل لاستثمار أموال الأوقاف الذي يؤدي إلى تقليل المخاطر إلى أدنى حد ، سوف نقوم بتطبيق أسلوب "لاجرانج" الذي سبق ذكره في الفصل الثاني وسوف يتم أيضاً الاستعانة بالحاسب الآلي – حزمة البرامج الجاهزة Excel نظراً لوجود خمسة أنواع من الاستثمارات كما هو موضح بالجدول التالي :

جدول (19)

عوائد كل استثمار في محفظة أموال الأوقاف

الاستثمار / السنة	استثمار عقارات	ودائع استثمارية	مساهمة في شركات	مرابحات	محافظ وصناديق استثمارية
1988	0.12	-0.002	0.037	–	–
1989	0.117	0.001	0.017	–	–
1990	0.07	-0.001	-0.002	–	–
1991	0.02	-0.0007	-0.001	–	–
1992	0.064	0.075	0.006	–	–
1993	0.076	0.054	0.058	0.032	0.01
1994	0.069	0.074	0.126	0.065	0.042
1995	0.074	0.06	0.133	0.058	0.052
1996	0.083	0.067	0.13	0.071	0.065
1997	0.086	0.051	0.095	0.116	0.067

■ نشاط المرابحات ومحافظ وصناديق استثمارية تم الاستثمار بهم ابتداء من عام 1993 .

وقد تم احتساب العائد المتوقع والمخاطر ومعامل الاختلاف لمحفظة استثمارات أموال الأوقاف الحالية حيث بلغ :

العائد المتوقع = 6.1% .

المخاطر = 2% .

معامل الاختلاف = 0.328 .

أما بالنسبة لتقدير الأوزان أو النسب المثلى الواجب استثمارها في كل استثمار على حدة وبالتالي الحصول على المحفظة المثلى للاستثمار والتي تعطينا أدنى حد للمخاطر فإننا لحل مشكلة تقدير التوزيع الأمثل نستخدم أسلوب لاجرانج الآنف الذكر .

وبتطبيق أسلوب لاجرانج على استثمارات أموال الأوقاف ، والتي تتكون من خمسة أنواع من الاستثمارات ، يتم الحصول على المحفظة المثلى لاستثمار أموال الأوقاف بحيث يتم حل المصفوفة التالية :

A						c		x
$\sigma1^2$	$2\sigma12$	$2\sigma13$	$2\sigma14$	$2\sigma15$	1 2	X1		0
$\sigma21$	$2\sigma2^2$	$2\sigma23$	$2\sigma24$	$2\sigma25$	1 2	X2	=	0
$\sigma31$	$2\sigma32$	$2\sigma^23$	$2\sigma34$	$2\sigma35$	1 2	X3		0
$\sigma41$	$2\sigma42$	$2\sigma43$	$2\sigma^24$	$2\sigma45$	1 2	X4		0
$\sigma51$	$2\sigma52$	$2\sigma53$	$2\sigma54$	$2\sigma^25$	1 2	X5		0
0	1	1	1	1	1	λ		1

بالتعويض بالمصفوفة :

A							X		C
0.00169592	-0.00022406	0.0005076	0.0002712	0.0001771	1		X1		0
-0.00022406	0.00231164	0.00260586	-0.0001191	0.0000592	1		X2	=	0
0.0005076	0.00260586	0.00637176	0.0004563	0.0010859	1	×	X3		0
0.0002712	-0.0001191	0.0004563	0.0018694	0.0012072	1		X4		0
0.0001771	0.0000592	0.0010859	0.0012072	0.0011866	1		X5		0
1	1	1	1	1	0		λ		1

لقد تمت الاستعانة بالحاسب الآلي (حزمة البرامج الجاهزة) Excel ، نظراً لوجود خمسة أنواع من الاستثمارات ولحل هذه المصفوفة فإننا نقوم بالآتي :

1 - حل محدد المصفوفة الرقمية A : بالاستعانة بالحاسب الآلي فإن المحدد =1.46337– 11 – E ، هذا المحدد طالما أنه لا يساوي الصفر فهذا يعني وجود حل أمثل .

2-حل الجزء الأول X1 :ننقل عمود C والمقدار الثابت مكان X1 أي العمود الأول من المصفوفة A ومن ثم نحسب المحدد الجديد ونطلق عليه D1 ، وبالاستعانة بالحاسب الآلي فإن D1 = –4.65127 E – 12

ولإيجاد قيمة X1 فإننا نقوم بقسمة D1 على محدد المصفوفة D

وبالمثل يمكن حل λ ، X5،X4،X3،X2 بحيث يكون مجموعهم واحداً صحيحاً.

وتكون النتائج كالآتي [1]:

(1) انظر الملاحق ،ص180 .

X1 = استثمار في عقارات
X2 = ودائع استثمارية
X3 = مساهمة في شركات (استثمار مباشر)
X4 = مرابحات
X5 = محافظ وصناديق استثمارية

X1= 0.31784574
X2 = 0.45048764
X3 = -0.25016811
X4 = -0.18238618
X5 = 0.66422092

$\lambda = -0.00037929$

ونظراً لوجود قيمتين بالسالب هما X3 ، X4 فإننا سنستبعدها وسوف نقوم بإعادة احتساب المصفوفة على ثلاثة أنواع من الاستثمارات هي X1 ، X2 ، X5 بحيث يكون مجموعهم واحداً صحيحاً وكما يلي :

$$\begin{vmatrix} \sigma_1^2 & 2\sigma_{12} & 2\sigma_{13} & 1\ 2 \\ \sigma_{12} & 2\sigma_2^2 & 2\sigma_{23} & 1\ 2 \\ \sigma_{31} & 2\sigma_{32} & 2\sigma_3^2 & 1\ 2 \\ 0 & 1 & 1 & 1 \end{vmatrix} \begin{matrix} X1 \\ X2 \\ X3 \\ \lambda \end{matrix} = \begin{vmatrix} 0 \\ 0 \\ 0 \\ 1 \end{vmatrix}$$

بالتعويض بالمصفوفة :

$$\overset{A}{\begin{vmatrix} 0.00169592 & -0.00022406 & 0.0001771 \\ -0.00022406 & 0.00231164 & 0.0000592 \\ 0.0001771 & 0.0000592 & 0.0011866 \\ 1 & 1 & 1 \end{vmatrix}} \times \overset{X}{\begin{vmatrix} X1 \\ X2 \\ X3 \\ \lambda \end{vmatrix}} = \overset{C}{\begin{vmatrix} 0 \\ 0 \\ 0 \\ 1 \end{vmatrix}}$$

وقد تمت الاستعانة مرة أخرى بالحاسب الآلي لحل المصفوفة وكانت النتائج كما يلي:

حل محدود المصفوفة الرقمية A : محدد المصفوفة = 0.000008–

- طالما أن المحدد لا يساوي الصفر فهذا يعني وجود حل أمثل .

2 – حل الجزء الأول x1 :

ننقل العمود C والمقدار الثابت المحدد الجديد X1 إلى العمود الأول من المصفوفة A ومن ثم نحسب المحدد الجديد ونطلق عليه D1 .

وبالاستعانة بالحاسب الآلي فإن D1 = -0.0000026

ولإيجاد قيمة X1 فإننا نقوم بقسمة D1 على محدد المصفوفة D

$$X1 = \frac{D1}{D} = \frac{-0.0000026}{-0.000008} = 0.323425$$

بالمثل يمكن حل λ ، X2 ، X3 ، بحيث يكون مجموعهم واحداً صحيحاً وتأتي النتائج كالآتي [1]:

X1 = 0.323425	X1 = استثمار في العقارات
X2 = 0.26407	X2 = ودائع استثمارية
X3 = 0.412505	X3 = محافظ وصناديق استثمارية
λ = -0.00056	

وهكذا نجد أن المحفظة المثلى لاستثمار أموال الأوقاف هي التي تتكون من ثلاثة أنواع من الاستثمار وحسب الأوزان المشار إليها أعلاه حيث إن هذه المحفظة تحقق لنا أقل مخاطر مقارنة مع التوزيع حسب المحفظة تحقق لنا أقل مخاطر مقارنة مع التوزيع حسب المحفظة الحالية ، وللتحقق من ذلك فإننا سنقوم باحتساب العائد والمخاطر ومعامل الاختلاف للمحفظة المثلى ومن ثم القيام بالمقارنة بين المحفظة الحالية والمحفظة المثلى :

1 - العائد المتوقع للمحفظة المثلى :

$عَ م = ج_1 عَ_1 + ج_2 عَ_2 + ج_3 عَ_3$

حيث :

ج = الجزء المستثمر في كل نوع من الاستثمارات .

عَ = العائد المتوقع لكل استثمار فردي على حدة .

عَ م = (0.323 × 0.0772) + (0.264 × 0.0378) + (0.413 × 0.0466)

= 0.054 أو 5.4 % .

مخاطر المحفظة المثلى (التباين) :

(1) انظر الملاحق ،ص181 .

= (ج1)2× ت1 + (ج2)2ت2 + (ج3)2ت3 + 2ج1 ج2 غ1،2 + 2ج1 ج3 غ1،3 + 2ج2 ج3 غ2،3

حيث :

ج = الجزء المستثمر في كل نوع من الاستثمارات .

ت = التباين لكل نوع من الاستثمارات .

غ = التغاير بين كل نوعين من الاستثمارات (التغاير أ ، ب هو انحراف أ × انحراف ب × معامل الارتباط بين أ ، ب) .

مخاطر المحفظة (التباين) =

(0.104× 0.00084796) + (.09696×0.00115582)

+ (0.17057×0.0005933)

+ (2× 0.323×0.264×0.00011203–)

+ (2×0.323×0.413×0.00008855)

+ (2×0.264×0.413×0.0000296)

0.0001012+0.0000805+0.0000882

= 0.000280874

وبالتالي فإن الانحراف المعياري = 0.000280874 = 0.0167

3 – معامل الاختلاف للمحفظة = الانحراف المعياري = 0.0167 =0.0309

العائد المتوقع 0.054

جدول (20)

مقارنة بين أداء المحفظة الحالية والمحفظة المثلى لاستثمار أموال الأوقاف

الاستثمار	العائد المتوقع	الانحراف المعياري	معامل الاختلاف
المحفظة الحالية	0.061	0.02	0.328
المحفظة المثلى	0.054	0.0167	0.309

ومن خلال الجدول السابق فإن المحفظة المثلى المقترحة أفضل من المحفظة الحالية ، فعلى الرغم من أن العائد المتوقع في المحفظة الحالية أعلى من العائد في المحفظة المثلى إلا أن المخاطر (الانحراف المعياري) نجدها في المحفظة المثلى أقل وهذا ما تهدف إليه هذه المحفظة وهو انخفاض حجم مخاطر الاستثمارات الفردية المقترح أن تتكون منها المحفظة ، ويمكن تأكيد ذلك من خلال ما يوضحه لنا معامل الاختلاف حيث نجد أن المحفظة المثلى أقل من المحفظة الحالية ، لذا فإن مقابل كل وحدة عائد من المحفظة المثلى يقابلها 0.309 وحدة مخاطر ، بينما كل وحدة عائد من المحفظة الحالية لاستثمار أموال الأوقاف يقابلها 0.328 وحدة مخاطرة أي أن التوزيع الأمثل المقترح يحقق لنا مخاطر أقل ، وبالتالي يحقق لنا الهدف الاستراتيجي لاستثمار أموال الأوقاف والمتمثل في توظيف أموال الأوقاف في استثمارات مأمونة المخاطر .

ولاختبار هذا الفرض سوف نستخدم اختبار " ت " وذلك للتحقق من أنه لا يوجد اختلاف جوهري بين عائد التنويع الحالي ، وبين عائد التنويع الأمثل .

جدول رقم (21)

جوهرية الاختلاف بين العائد الحالي والعائد الأمثل

مستوى الدلالة المعنوية	ت	العائد الأمثل			العائد الحالي		
		ن	الانحراف المعياري	متوسط العائد	ن	الانحراف المعياري	متوسط العائد
0.327 غير دالة	1.037	10	–	5.4	10	–	5.4

ومن الجدول السابق ، يتضح أنه لا يوجد اختلاف جوهري بين عائد استثمارات الأوقاف الحالية وعائد التنويع الأمثل في استثمار أموال الأوقاف وذلك خلال السنوات التي تناولتها الدراسة من عام 1988 حتى 1997 ، وقد بلغت قيمة "ت" المحسوبة 1.037 حيث إنها لم تبلغ الحد الأدنى التي تجعلها معنوية عند مستوى 0.05 وذلك بمقارنتها بالقيمة الجدولية التي بلغت 2.26 وذلك عند درجة حرية بلغت 9درجات .

وقد تأكد ذلك من خلال مستوى الدلالة الذي بلغ 0.327 (أكبر من 0.05 وهو مستوى المعنوية المقابل لدرجة ثقة 95%) ، مما يعني أن العلاقة بين المتغيرين غير جوهرية .

وبذلك نقبل فرض العدم القائل إنه لا يوجد اختلاف جوهري بين عائد التنويع الحالي لاستثمار أموال الأوقاف وبين عائد التنويع الأمثل .

الفصل الخامس

النتائج والتوصيات

أولا : النتائج

جاءت أهم النتائج المستخلصة من الدراسة على النحو التالي :

1 - اهتم الوقف في الكويت بجميع مناحي الحياة المختلفة ، حيث شمل مجالات الدعوة الإسلامية والتعليم والرعاية الصحية والمجال الاقتصادي ، وقد دعمت الأمانة العامة للأوقاف هذا الدور بإنشاء العديد من المشاريع ذات الأغراض الخيرية المختلفة .

2 - تطورت الأوقاف في الكويت حيث مرت بعدة مراحل على مرور الزمن حيث بدأت بالإدارة الأهلية ثم الدائرة الحكومية ومن ثم مرحلة الوزارة وصولاً إلى الأمانة العامة للأوقاف كهيئة حكومية مستقلة .

3 - هناك اختلافات بين المؤسسات الوقفية والمؤسسات المالية الإسلامية والمؤسسات المالية التقليدية ، وهذه الاختلافات تجسدت في الأهداف العامة وملكية الأصول وإدارة الأموال والمستفيدين من الأرباح وأنشطة الاستثمار .

4 - هنالك العديد من الأدوات الاستثمارية يمكن الاستفادة منها في توظيف أموال الأوقاف ولم تأخذ بها الأمانة العامة للأوقاف مثل (أدوات السوق النقدية وأدوات سوق رأس المال وأدوات الاستثمار الإسلامية) .

5 - يمثل الاستثمار في العقارات الجانب الأكبر من استثمارات الأوقاف حيث إن نسبتها في عام 1997 بلغت 46% ، وذلك لأن معظم التبرعات الوقفية تكون في شكل عقارات موقوفة لا يجوز بيعها إلا في حدود ضيقة أما بالنسبة لباقي مجالات الاستثمار فإن نسبها في عام 1997 جاءت كما يلي :

الودائع الاستثمارية 0.4% ، المساهمة في الشركات 21.6% المرابحات 4% ، المحافظ والصناديق الاستثمارية 23% ، ونقدية وأخرى 5%.

6 - في عام 1993 تم الدخول في نشاطين جديدين هما نشاط المرابحات ونشاط المحافظ والصناديق الاستثمارية بالإضافة إلى الأنشطة الثلاثة السابقة ، وبعد ذلك لم يتم الدخول في أي مجال استثماري جديد .

7 - أصبح استثمار أموال الأوقاف أكثر تنظيماً عند إنشاء الأمانة العامة للأوقاف كهيئة حكومية مستقلة في عام 1993 ، حيث تم وضع استراتيجية تشمل أهدافاً

وسياسات عامة وضوابط في استثمار وإدارة أموال الأوقاف .

8 - حدث تناقص في معدل العائد على استثمارات أموال الأوقاف خلال السنوات من عام 1988 حتى 1991 ، ثم تبع ذلك تحسن في عوائد استثمار أموال الأوقاف ابتداء من عام 1992 ، وقد استمر النمو التدريجي في معدلات العائد حتى عام 1997 .

9 - تأثرت جميع أنشطة استثمار أموال الأوقاف بالغزو العراقي في عامي 1990 و1991 ، وكان نشاط العقار الأقل تأثراً مقارنة بالنشاطات الاستثمارية الأخرى.

10 - المساهمة في الشركات (الاستثمار المباشر) يحقق ثلاثة أنواع من المكاسب وهي (توزيعات نقدية) ، (وأرباح رأسمالية) ، (وأسهم منحة) وقد حققت الشركات التي تساهم فيها الأمانة العامة للأوقاف والمدرجة بسوق الأوراق المالية زيادة في قيمتها السوقية بنسبة 53 % خلال عام واحد ، حيث بلغت قيمتها السوقية في عام 1997 مبلغاً قدره 77.452.462 د.ك ، بينما قيمتها السوقية في عام 1996 كانت 50.551.113 د.ك ، بالإضافة إلى إن الاستثمار المباشر يساهم في تنمية المجتمع من خلال المشاركة في مشاريع تهتم بمجالات التعليم والصحة والتنمية الاقتصادية .

11 - نشاط الاستثمار المباشر في الأمانة العامة للأوقاف لا يتعدى المساهمة في شركات جديدة أو شراء أسهم شركات قائمة ، أما بالنسبة لإنشاء المشروعات الإنتاجية الجديدة أو المساهمة في إنشائها فإن المشاركة فيها قليلة جداً .

12 - النقدية والأرصدة المدنية الأخرى نسبتها كبيرة جداً في عامي 1988 و1989 حيث بلغت 36% و 16 % على التوالي ، وهذا يدل على عدم كفاءة الإدارة آنذاك في استغلال تلك الأموال الطائلة والمجمدة مما ضيع فرصة الحصول على عوائد كان من الممكن الحصول عليها لو استثمرت هذه الأموال ، كما أن انخفاض القيمة الحقيقية بسبب الارتفاع العام للأسعار زاد الأمر سوءاً ، ومنذ عام 1990 حتى الآن فإن النقدية والأرصدة المدنية الأخرى تتراوح نسبتها من 4% إلى 6% وهي حسب اعتقادنا نسبة مقبولة لمقابلة الالتزامات قصيرة الأجل .

13 - نتيجة لعدم وجود علاقة بين عائد استثمارات أموال الأوقاف وعائد سوق الكويت للأوراق المالية ، فإن التغيرات التي تحدث في سوق الكويت للأوراق المالية

لا تؤثر تأثيراً كبيراً على استثمارات الأوقاف وذلك لأن الأمانة العامة للأوقاف لا تستثمر في سوق الكويت للأوراق المالية سوى 12% (وذلك في شكل مساهمة في شركات مدرجة بالبورصة أو محافظ للأسهم المحلية) من إجمالي أموالها المستثمرة .

14 - استثمارات المؤسسة العامة للتأمينات الاجتماعية تتشابه نوعاً ما مع استثمارات أموال الأوقاف من حيث مجالات الاستثمار ، وكذلك المشاركة في العديد من المشاريع الاستثمارية ، وبالتالي فقد كان معدل أداء استثماراتها قريباً من أداء استثمارات الأوقاف ، حيث إن كل وحدة واحدة من عائد استثمارات الأوقاف يقابلها 0.328 وحدة مخاطر ، أما بالنسبة لاستثمارات التأمينات الاجتماعية فإن كل وحدة واحدة من العائد يقابلها 0.333 وحدة مخاطر ، وقد أظهر لنا التحليل الإحصائي وجود علاقة طردية متوسطة القوة بلغت 65% بين عائد هاتين المؤسستين.

15 - حققت الأمانة العامة للأوقاف أداء أفضل من أداء شركات الاستثمار المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال السنوات العشر الممتدة من عام 1988 حتى 1997 ، فقد بلغ معامل الاختلاف لاستثمارات الأوقاف 0.328 في حين بلغ معامل اختلاف شركات الاستثمار 1.29 ويأتي ذلك نتيجةً لارتفاع المخاطر التي تتعرض لها شركات الاستثمار والتي بلغت 8% ، فيما بلغت مخاطر استثمارات الأوقاف 2% ، على الرغم من تساوي متوسط العائد فيهما تقريباً حيث بلغ 6.1% في استثمارات الأوقاف و 6.2% للشركات الاستثمارية .

16 - أداء استثمارات الأوقاف أفضل من أداء سوق الكويت للأوراق المالية فعلى الرغم من أن متوسط عائد السوق خلال الفترة من عام 1988 حتى 1997 بلغ 7.6% فإن متوسط عائد استثمارات الأوقاف لنفس الفترة بلغ 6.1% كما أن مخاطر السوق كانت أكبر حيث بلغت 13.1% في حين بلغت مخاطر استثمارات الأوقاف 2% ، وقد اتضحت الأفضلية من خلال معامل الاختلاف والذي بلغ (1.72) ، (0.328) لكل من السوق والأوقاف على التوالي .

17 - هناك تفاوت كبير بين النسب الموضوعة لسياسة التنويع حسب القطاعات الاقتصادية والنسب الفعلية وخاصة في قطاع الخدمات ، وكذلك العملات الأوروبية وعملات آسيا وعملات مجلس التعاون ، أما بالنسبة للمناطق الجغرافية فقد ظهر التفاوت جلياً في أوروبا وآسيا والشرق الأوسط .

18 – قطاعا الصناعة والزراعة كانت النسب الموضوعة لهذين القطاعين هي 2%، كما كانت النسبة الموضوعة لعملات الشرق الأوسط هي 5% ، إلا أنه لم يتم الاستثمار فيهم على الرغم من أهمية ذلك .

19 – تم وضع حدود عليا للنسب الموضوعة ولم يتم وضع حدود دنيا لها بالإضافة إلى أن مجموع النسب في كل قطاع أكبر من 100% وبالتالي ثمة صعوبة في قياس مدى تحقيق سياسة التنويع الموضوعة بدقة.

20 – التنويع الحالي في استثمار أموال الأوقاف قريب من التنويع الأمثل حيث لا يوجد اختلاف جوهري بين عائد استثمارات الأوقاف الحالية وعائد التنويع الأمثل في استثمار أموال الأوقاف.

21 – التنويع الأمثل لاستثمارات الأمانة العامة للأوقاف والذي يحقق لنا أدنى حد من المخاطر تمثل بالاستثمار في عقارات بنسبة 32.3 % والودائع الاستثمارية بنسبة 26.4 % ، والصناديق والمحافظ الاستثمارية بنسبة 41.3 % .

ثانيا : التوصيات

1 - التوصيات الموجهة إلى الأمانة العامة للأوقاف بدولة الكويت

1/1 يجب أن تستمر الأمانة العامة للأوقاف بأداء رسالتها الخيرية والتنموية من خلال دعم المشاريع الوقفية القائمة ، والمبادرة بإنشاء مشاريع وقفية جديدة ذات أغراض خيرية وتنموية .

2/1 يجب على الأمانة العامة المساهمة في مجالات استثمارية جديدة حيث هناك العديد من المجالات الاستثمارية يمكن الاستفادة منها في توظيف أموال الأوقاف مثل الإجارة والسلم والمضاربة ، والمشاركة ، والاستصناع ، بالإضافة الى أدوات السوق النقدية والرأسمالية وذلك بعد دراستها من الناحية الشرعية، ويتم ذلك من خلال الاتصال بالمؤسسات المالية المحلية والخارجية التي تسوق الفرص الاستثمارية .

3/1 يجب زيادة الاهتمام بنشاط العقارات والذي يمثل نسبة 46% من إجمالي الأصول الوقفية وذلك ببيع من العقارات التي ليس لها قيمة اقتصادية أو إعادة بنائها ،

والقيام بدراسة شاملة لجميع العقارات المؤجرة للتعرف على مصاريف الصيانة والترميم وغيرها من المصاريف ومن ثم مقارنتها بالقيمة الايجارية المحصلة من تلك العقارات .

4/1 على الأمانة العامة للأوقاف أن توجه استثماراتها لتكوين محفظة استثمارية تتشكل من نشاط العقارات بنسبة 32.3% ، والودائع الاستثمارية بنسبة 26.4% ، والمحافظ والصناديق الاستثمارية بنسبة 41.3% ، حيث إن هذه المحفظة تعطينا أدنى حد من الخاطر ، وبالتالي يحقق لنا الهدف الاستراتيجي لاستثمار أموال الأوقاف والمتمثل في توظيف أموال الأوقاف في استثمارات مأمونة المخاطر .

5/1 استراتيجية الاستثمار بالأمانة العامة الأوقاف بما فيها من أهداف وسياسات عامة وضوابط يجب أن تكون معروفة بدقة ، ومحددة بفترة زمنية معينة وأن تكون في صورة كمية وقابلة للقياس . وكذلك النسب الموضوعة للتنويع حسب القطاعات الاقتصادية والعملات والمناطق الجغرافية يجب أن تكون لها حدود عليا مع عدم المبالغة في تلك الحدود وحدود دنيا حتى تكون أكثر دقة ، كما يفضل أن يكون هناك تنوع جديد ومحدد بنسب موضوعة حسب الآجال (طويلة ، متوسطة ، قصيرة) .

6/1 نظراً لارتفاع مخاطر سوق الكويت للأوراق المالية ينبغي على الأمانة العامة للأوقاف أن لا تبالغ من استثماراتها في هذا السوق ، وأن تكون مساهمتها في هذا السوق قريبة من حصتها الحالية والبالغة 12% تقريباً ، حتى لا تتأثر استثماراتها بالتغيرات التي تحدث في السوق .

7/1 يجب أن تقوم الأمانة العامة للأوقاف بالتنسيق مع المؤسسة العامة للتأمينات الاجتماعية من أجل المساهمة في المشاريع الاستثمارية ، لأنهما مؤسستان حكوميتان ذات أهداف متشابهة ، خاصة فيما يتعلق بالبحث عن الفرص الاستثمارية المأمونة المخاطر .

8/1 يجب زيادة الاهتمام بالمساهمة في الشركات حيث إن هذا النوع من الاستثمار يحقق ثلاثة مكاسب تتمثل في توزيعات نقدية ، وأسهم منحة ، وأرباح رأسمالية وبخاصة الشركات التي تحت التأسيس ، بالإضافة إلى زيادة مساهمتها بالاستثمار المباشر من خلال الدخول في مشاريع إنتاجية خاصة في المجالات الصناعية والزراعة وغيرها من المجالات التي تساهم في بناء المجتمع ، حيث إن الأمانة العامة للأوقاف قليلة المساهمة في مثل هذه المشاريع .

9/1 يجب أن تعطى الأمانة العامة للأوقاف ممثلة بمكتب استثمار الأوقاف المزيد من الاستقلالية في اتخاذ القرارات وخاصة الاستثمارية ، بالإضافة إلى إعطاء المكتب الصلاحيات والامتيازات التي تمنح للشركات الاستثمارية وبالأخص فيما يتعلق بإدارة أموال الغير ، حتى يتوفر لدى الأمانة رافداً آخر من الإيرادات .

10/1 يجب أن تتحدد مصروفات كل نشاط استثماري على حدة ، حتى يتم تحديد صافي إيراد كل نشاط استثماري وبالتالي تقييم أدائها سنوياً .

11/1 يجب عدم الاعتماد الكلي على إدارة المحافظ والصناديق الاستثمارية بواسطة شركات مالية متخصصة ، وإنما تدريب موظفي مكتب استثمار الأوقاف حتى يتسنى لهم إدارة بعض المحافظ والصناديق الاستثمارية ، ومن ثم توفير العمولات التي تدفع للشركات المالية نظير إدارة المحافظ والصناديق ، بالإضافة إلى الخبرة التي سوف يكتسبها موظفو الأمانة .

2 - التوصيات الموجهة إلى الجهات المسؤولة عن الأوقاف الإسلامية :

1/2 يجب أن تحافظ المؤسسات الوقفية على أصولها ، وأن تقوم بتنميتها واستثمارها بما يحقق تعظيم القدرة الايرادية وفق الأسس الشرعية للاستثمار حتى تتمكن من الاستمرار بالصرف على المشاريع الخيرية والفئات المحتاجة في المجتمع .

2/2 يجب أن تحقق المؤسسات الوقفية التوازن بين سعيها وراء تحقيق العائد المناسب وبين المساهمة في تنمية المجتمع من الناحية الاقتصادية والاجتماعية والبيئية وذلك من خلال تفضيل المشروعات الاستثمارية التي تحقق منافع للمجتمع .

3/2 أن تقوم المؤسسات الوقفية بتطوير أساليب إدارة واستثمار أصولها الوقفية وذلك باتباع أحدث الأساليب والنظم في وقتنا المعاصر ، مع الالتزام بالضوابط والأسس الشرعية .

4/2 ضرورة إصدار البيانات والمعلومات عن أنشطة وإنجازات الأوقاف بصفة دورية، وأن تكون تلك المعلومات متاحة وميسرة حتى يتمكن الباحثون والمهتمون من دراسة الموضوعات المتعلقة بالوقف ، بالإضافة إلى تشجيع الباحثين على إجراء دراسات تتناول الوقف بصورة شاملة للنهوض به وفق المعطيات الشرعية والعلمية .

5/2 ضرورة التنسيق والتعاون بين المؤسسات الوقفية من خلال إنشاء مركز معلومات

مشترك يخدم هذه المؤسسات ، بالإضافة إلى تبادل الخبرات والاطلاع على النجاحات فيما بين تلك المؤسسات .

6/2 العمل على إنشاء شركات قابضة للوقف ذات الأسهم الوقفية ، وحث الأفراد على المساهمة في هذه الشركات ، وذلك من باب الحرص على الصدقات الجارية وتقديم المنفعة للفئات المحتاجة في المجتمع .

7/2 ضرورة أن تقدم الحكومات والمؤسسات المالية في الدول الإسلامية كافة المساعدات والتسهيلات للمؤسسات الوقفية .

8/2 أن تقوم المؤسسات الوقفية بالدول الإسلامية بإنشاء شركة استثمارية مشتركة لترويج لمشروعات الأوقاف وتوفير مصادر التمويل لتلك المشروعات، وتقديم الاستشارات والخدمات اللازمة في مجال استثمار أموال الأوقاف ، وإنشاء صناديق استثمارية مشتركة.

9/2 ضرورة أن يتم تدريب العناصر البشرية في كيفية إدارة واستثمار الأصول الوقفية وذلك للطبيعة الخاصة التي تتميز بها الأوقاف .

قائمة المراجع

أولاً : المراجع العربية

1 - الكتب

- أبو الفتح ، أحمد . محاضرات الوقف ، مطبعة الاعتماد ، 1928-1929 .
- أبو زهرة ، محمد . محاضرات في الوقف ، الطبعة الثانية ، القاهرة : دار الفكر العربي ، غير محدد تاريخ النشر .
- أبو غدة ، عن الستار وشحاته ، حسين . الأحكام الفقهية والأسس المحاسبية للوقف ، الطبعة الأولى ، الكويت ، الأمانة العامة للأوقاف ، 1998 .
- أبو فخرا ، نادية . اتجاه معاصر في إدارة المنشآت والأسواق المالية ، الطبعة الأولى ، القاهرة : مكتبة النهضة العربية ، 1990.
- إمام ، محمد كمال الدين . الوصايا والأوقاف في الفقه الإسلامي ، الطبعة الأولى ، بيروت : المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر التوزيع ، 1996 .
- التوني ، سامي . الكشاف عن كتب الأوقاف ، الكويت : الصندوق الوقفي للثقافة والفكر ، مكتبة الأوقاف ، 1996 .
- الحموي ، شامل محمد . إدارة التمويل ، القاهرة : مكتبة عين شمس ، 1996 .
- الدسوقي ، إبراهيم . استثمار احتياطات التأمينات الاجتماعية، الرياض : عمادة شئون المكتبات ، جامعة الملك سعود ، 1998 .
- الكبيسي ، محمد عبيد . أحكام الوقف في الشريعة الإسلامية، الجزء الأول بغداد : مطبعة الإرشاد ، 1977 .
- الهواري ، سيد . الاستثمار والتمويل بالمشاركة في البنوك الإسلامية ، القاهرة : مكتبة عين شمس ، 1996 .
- ـــــــــــــــــــــــ . دليل الباحثين في أعداد البحوث العلمية، الطبعة الخامسة القاهرة ، مكتبة عين شمس ، 1995 .

- بوريس ، اليزابيث . المؤسسات الخيرية في الولايات المتحدة الأمريكية ، ترجمة المكتب الفني – الأمانة العامة للأوقاف ، الطبعة الأولى ، الكويت : مطبعة الفجر الكويتية ، 1996 .
- حسن ، أحمد محيي الدين أحمد ، عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية ، البحرين : بنك البركة للاستثمار ، 1996 .
- خوجة عز الدين محمد . أدوات الاستثمار الإسلامي ، الطبعة الأولى ، جدة : مجموعة دلة البركة ، فبراير ، 1993 .
- ________________ . صناديق الاستثمار الإسلامية ، جدة: مجموعة دلة البركة ، إدارة التطوير والبحوث ، غير منشور تاريخ النشر .
- زين الدين ، طلبه سيد . الإحصاء دراسة تطبيقية في الاستثمار والتحليل الرياضي والاقتصاد القياسي ، القاهرة : مكتبة عين شمس ، 1993 .
- شاكر ، نبيل . الإدارة الفعالة للأموال والمشروعات ، الطبعة الثانية ، القاهرة: مكتبة عين شمس ، 1996 .
- صليحة ، محمد عبد المنعم . مقدمة في أساليب التحليل الإحصائي ، القاهرة : مكتبة عين شمس ، 1995 .
- عاشور ، سمير كامل و أبو الفتوح ، ساميه . الإحصاء التحليلي ، القاهرة : مكتبة معهد الإحصاء القاهرة ، 1987 .
- عبد الخالق ، عبد الرحمن والشايجي ، عبد الرزاق . الوقف وأحكامه في الإسلام، الطبعة الأولى ، الكويت : دار التجديد للنشر والتوزيع ، 1993، ص 20 .
- عبيد ، سعيد توفيق . الاستثمار في الأوراق المالية ، القاهرة : مكتبة عين شمس، 1998 .
- عتيقي ، محمد كل عبيد الله . المصطلحات الوقفية ، الطبعة الأولى ، الكويت: مكتبة الأوقاف ، 1996 .
- عطية، طاهر مرسي . أعداد رسائل الماجستير والدكتوراه في العلوم الإدارية القاهرة : دار النهضة العربية ، غير محدد تاريخ النشر .
- هندي ، منير . الفكر الحديث في مجال الاستثمار ، الإسكندرية : منشآة المعارف، 1996 .

- ـــــــــــــــــــــــــــ . إدارة الأسواق والمنشآت المالية ، الإسكندرية : منشأة المعارف ، 1997 .

2 -**الدوريات والمقالات :**

- الدسوقي ، السيد إبراهيم . التوزيع الأمثل لمحفظة أسهم عادية في دولة نامية ، مجلة جامعة الملك عبد العزيز –الاقتصاد والإدارة ، المجلد 3 ، 1990 .
- عبد الله ، أنس المختار أحمد. التطبيقات الإدارية في الإسلام ، المجلة العلمية لتجارة الأزهر ، العدد (21) ، 1996 .
- عفيفي، أحمد مصطفى . معايير استثمار الأموال في الإسلام ، مجلة الاقتصاد الإسلامي ، العدد 170 ، السنة الخامسة عشر ، يونيه ، 1995 .
- عبد الغني ، عادل . تاريخ الوقف الشرعي في الكويت ، جريدة القبس ، العدد 7702 ، 1994/11/27 .

3 - **أبحاث وتقارير :**

- أبو غده ، عبد الستار . صناديق الاستثمار ، بحث مقدم إلى ندوة صناديق الاستثمار في مصر الواقع والمستقبل ، مركز صالح كامل ، جامعة الأزهر ، القاهرة مارس 1997 .
- الأمانة العامة للأوقاف . التقارير المالية للسنوات من 1987 حتى 1997 .
- ـــــــــــــــــــــــــــ . التطورات الاقتصادية للاستثمارات الوقفية خلال الفترة من عام 1993 إلى 1996 ، الكويت– مكتب استثمار وتنمية الموارد الوقفية .
- ـــــــــــــــــــــــــــ . لمحات عن الأوقاف في الكويت ، الكويت، نوفمبر 1994 .
- الحوطي ، عبد الوهاب عبدالله . الخلفية التاريخية للإدارة الوقفية في دولة الكويت بحث مقدم إلى ندوة التجربة الوقفية الكويتية ، دولة البحرين ، نوفمبر 1996 .
- بو جلال ، محمد . نحو صياغة مؤسسة للدور التنموي (الوقف النامي) الأمانة العامة للأوقاف ، دولة الكويت ، سبتمبر 1996 .

- توماس ، عبد القادر . ورقة عمل مستقبل صناعة الخدمات المالية الإسلامية في ظل التوجه للعالمية ، بحث مقدم إلى ندوة صناعة الخدمات المالية الإسلامية الكويت يونيو 1997 .
- فداد ، العياش ومهدي ، محمود . الاتجاهات المعاصرة في تطوير الاستثمار الوقفي ، جدة ، البنك الإسلامي للتنمية .
- مجموعة الأوراق المالية . التقارير المالية للشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية للسنوات من 1987 حتى 1997 .
- البنك العقاري الكويتي ، التقرير السنوي للبنك للعام 1996 .

4 - **أبحاث غير منشورة :**

- النجار ، منال أحمد ، تحليل ربحية بنوك المعاملات الإسلامية ومصادرها مع إشارة خاصة إلى التجربة في جمهورية مصر العربية ، رسالة ماجستير غير منشورة كلية التجارة ، جامعة عين شمس ، 1995 .
- عبد الرحمن ، سعيد عبد العال ، كفاءة استثمار أموال الوقف الخيري في ضوء نظم ومعايير الاستثمار في الإسلام ، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية التجارة جامعة الأزهر ، 1989 .
- الصاوي ، محمد صلاح ، مشكلة الاستثمار في البنوك الإسلامية وكيف عالجها الإسلام ، رسالة دكتوراه منشورة ، الطبعة الأولى ، جدة ، دار المجتمع للنشر والتوزيع ، 1990 .

5 - **مصادر أخرى**

- الأمانة العامة للأوقاف . استراتيجية الاستثمار – مكتب استثمار وتنمية الموارد الوقفية ، الكويت ، 1993 .
- بيت التمويل الكويتي . الفتاوى الشرعية في المسائل الاقتصادية ، الجزء الرابع ، الكويت ، مطابع الخط .
- شركة الاستثمار البشري . برنامج أساليب الاستثمار الإسلامي في المجالات المصرفية والتجارية .
- مرسوم رقم 257 لسنة 1992 بإنشاء أمانة عامة للأوقاف .

ثانياً : المراجع الأجنبية

Book

- Amling ، Frdick، Investment. New Jersey : Prentice-Hall، 1997.
- Bhatia، San Jiv and Other، Managing Endowment and Foundation Funds، U.S.A: A.I.M.R.، 1996.
- Francis، Clark Jack، and Investment: Analysis and Management. Fourth edition، New York: Mc Grow -Hill Book، 1986.
- Gary، Smith، Investment. London: Scott، F.L.، Brow H.Education.
- Kidweil، David s. and Peterson، Richard L. Financial Intimation Markets and money. Second Edition، U.S.A: The dry den press، 1989.
- Kolb، Robert W.، Option. Third Edition، U.K.: Black well publishers، 1997.
- Radcliffe، Robert. Investment .Fifth Edition ، U.S.A : Addison - Wesley Educational publishers Inc .، 1997 .
- Richard، Dobbins and John، Fielding ،portfolio Theory and Investment Management. Second Edition، Oxford UK: Black well publishers، 1994.
- Seara R.Stephen and trennepohl، Gary L.، investment Management. U.S.A: The dry den press، 1993.
- Sharpe، William F.، Investments. Third edition، U.S.A: Prentice - Hall Int، 1985.
- Sharpe، William F.، Alexander، Gordon J.، and Bailey، Jeffery. V.bailey، Investment. Fifth edition، U.S.A: Prentice Hall، Inc.، 1995.
- Wissema، J.G.، Capital Investment Selection. London: Frances Pinter Limited، 1985.

Periodicals :

- Anonymous، US Repo Market. Euromoney Journal، Mar. 1997.
- Barr، Paul G.، Funds Increasing Use of Derivatives . Pensions and Investment Journal، Vol. 25، Feb. 1997.
- Harry Markowitz، portfolio selection . The Journal of Finance، Vol. 7،1952 .
- Langbraaten and Others، The Norwegian money Market Norges Bank Economic Bulletin، Vol. 69، 1 ss . 3 ، Sep 1998.

الملاحـــق

العائد على حقوق المساهمين لشركات الاستثمار المدرجة بالبورصة

صافى الربح الى حقوق المساهمين %	صافى الربح (خسارة)	مجموع حقوق المساهمين	السنة
-6.3	-13.416.643	212.216.272	1988
3.6	9.782.517	268.061.977	1989
		لا توجد بيانات	1990
		لا توجد بيانات	1991
-4	-9.750.000	243.311.000	1992
16.6	53.930.000	323.988.000	1993
9.8	33.696.000	344.219.000	1994
11.8	42.778.000	361.519.000	1995
11.6	48.448.000	416.962.000	1996
15.5	90.836.000	583.015.000	1997

- المصدر دليل مجموعة الأوراق المالية

مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية

نسبة التغييــر	المؤشر	السنة
	41.81	1987
-1.4%	41.21	1988
1،1%	40.76	1989
احتلال الكويت	احتلال الكويت	×1990
السوق متوقف	السوق متوقف	1991
-7.6%	92.4	1992
9.1%	100.8	××1993
-0.8%	100.0	1994
25.3%	125.3	1995
32.9%	166.5	1996
15.9%	193.0	1997

● سنة الأساس = 100 نقطة في 1990/8/1

●● أدخلت الشركات غير الكويتية في المؤشر اعتبارا من عام 1993

المصدر : مكتب الشال للاستشارات الاقتصادية

العائد على استثمارات المؤسسة العامة للتأمينات الاجتماعية

السنة	متوسط حجم الاستثمارات	العائد المحقق بالمليون دينار	معدل العائد المحقق
1992	1900.2	129.2	6.8%
1993	2183.5	149.3	6.8%
1994	2422.0	150.2	6.2%
1995	2643.1	159.1	6%
1996	2958.0	222.1	7.5%
1997	3199.8	102.6	3.2%
	المجموع	912.5	

السنة البيان	استثمار عقارات	ودائع استثمارية	مساهمة فى الشركات	مرابحات	محافظ وصناديق استثمارية	جملة
88	59.228	19.073	22.085	-	-	100.386
89	107.317	58.366	22.593	-	-	188.276
90	48.437	33.466	6.165	-	-	88.068
91	30.057	18.984	3.691	-	-	52.732
92	113.550	57.737	21.170	-	-	192.457
93	92.163	8.229	18.104	16.458	29.624	164.578
94	73.759	4.175	12.525	22.267	26.442	139.168
95	109.974	8.798	26.394	32.992	41.790	219.948
96	108.102	9.008	31.530	27.025	49.547	225.212
97	105.473د	4.585	52.737	11.465	55.030	229.290

- إعداد الباحث.
- تم توزيع المصاريف على الأنشطة الاستثمارية حسب نسبتها من إجمالي استثمارات الأوقاف.

قائمة الكتب والدراسات الصادرة عن الأمانة العامة للأوقاف
في مجال الوقف والعمل الخيري التطوعي

أولاً: سلسلة الدراسات الفائزة بمسابقة الكويت الدولية لأبحاث الوقف:

1 - إسهام الوقف في العمل الأهلي والتنمية الاجتماعية، د. فؤاد عبد الله العمر، 1241هـ/2000م.

2 - الاتجاهات المعاصرة في تطوير الاستثمار الوقفي، د. أحمد محمد السعد ومحمد علي العمري، 1241هـ/2000م.

3 - الوقف والعمل الأهلي في المجتمع الإسلامي المعاصر (حالة الأردن)، د. ياسر عبد الكريم الحوراني، 1422هـ/2001م.

4 - أحكام الوقف وحركة التقنين في دول العالم الإسلامي المعاصر (حالة جمهورية مصر العربية)، عطية فتحي الويشي، 1423هـ/2002م.

5 - حركة تقنين أحكام الوقف في تاريخ مصر المعاصر، علي عبد الفتاح علي جبريل، 1424هـ/2003م.

6 - الوقف ودوره في دعم التعليم والثقافة في المملكة العربية السعودية خلال مائة عام، خالد بن سليمان بن علي الخويطر، 1424هـ/2004م.

7 - دور الوقف في مجال التعليم والثقافة في المجتمعات العربية والإسلامية المعاصرة (دولة ماليزيا المسلمة نموذجا)، د. سامي محمد الصلاحات، 1424هـ/2004م.

8 - التطور المؤسسي لقطاع الأوقاف في المجتمعات الإسلامية (حالة مصر)، مليحة محمد رزق، 1427هـ/2004م.

9 - التطور المؤسسي لقطاع الأوقاف في المجتمعات الإسلامية المعاصرة (دراسة حالة المملكة العربية السعودية)، محمد أحمد العكش، 1427هـ/2006م.

10 - الإعلام والوقف (دور وسائل الاتصال الجماهيري في دعم وتطوير أداء المؤسسات الوقفية)، د. سامي محمد الصلاحات، 1427هـ/2006م.

ثانياً: سلسلة الرسائل الجامعية:

1 - دور الوقف الإسلامي في تنمية القدرات التكنولوجية (ماجستير)، م. عبد اللطيف محمد الصريخ، 1425هـ/2004م.

2 – النظارة على الوقف (دكتوراه)، د. خالد عبد الله الشعيب، 1427هـ/2006م.

3 – دور الوقف في تنمية المجتمع المدني/الأمانة العامة للأوقاف بدولة الكويت نموذجاً (دكتوراه)، د. إبراهيم محمود عبد الباقي، 1427هـ/2006م.

4 – تقييم كفاءة استثمارات أموال الأوقاف بدولة الكويت (ماجستير)، عبد الله سعد الهاجري، 1427هـ/2006م.

ثالثاً: الكتب والكتيبات والندوات:

1 – موجز أحكام الوقف، د. عيسى زكي، الطبعة الأولى جمادى الآخرة 1415هـ/نوفمبر 1994م، والطبعة الثانية جمادى الآخرة 1416هـ/نوفمبر 1995م.

2 – المصطحات الوقفية، د. محمد كل عبيد الله عتيقي، عز الدين التوني، خالد شعيب، 1417هـ/1996م.

3 – الأحكام الفقهية والأسس المحاسبية للوقف، د. عبد الستار أبو غدة ود. حسين حسين شحاته، 1998م.

4 – نظام الوقف الإسلامي: تطوير أساليب العمل وتحليل نتائج بعض الدراسات الحديثة، د. أحمد أبو زيد، بالتعاون مع المنظمة الإسلامية للتربية والعلوم والثقافة «الإيسيسكو» بالرباط بالمملكة المغربية، 1421هـ/2000م.

5 – الوقف الإسلامي: مجالاته وأبعاده، د. أحمد الريسوني، بالتعاون مع المنظمة الإسلامية للتربية والعلوم والثقافة «الإيسيسكو» بالرباط بالمملكة المغربية، 1422هـ/2001م.

6 – استطلاع آراء المواطنين حول الإنفاق الخيري في دولة الكويت، إعداد الأمانة العامة للأوقاف، 1424هـ/2003م.

7 – نظام الوقف في التطبيق المعاصر (نماذج مختارة من تجارب الدول والمجتمعات)، تحرير: محمود أحمد مهدي، 1423هـ/2003م، بالتعاون مع المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الإسلامي للتنمية بجدة.

8 – ندوة: نظام الوقف والمجتمع المدني في الوطن العربي (بحوث ومناقشات الندوة الفكرية التي نظّمها مركز دراسات الوحدة العربية بالتعاون مع الأمانة العامة للأوقاف بدولة الكويت، وعُقدت في بيروت بين 8 – 11 أكتوبر 2001م، شارك فيها لفيف من الباحثين والأكاديميين.

9 - أعمال منتدى قضايا الوقف الفقهية الأول (بحوث ومناقشات المنتدى الذي نظمته الأمانة العامة للأوقاف بالتعاون مع البنك الإسلامي للتنمية بجدة والمنعقد بدولة الكويت في الفترة من 15 - 17 شعبان 1424هـ الموافق 11 - 13 أكتوبر 2003م، 1425هـ/2004م.

10 - نبذة تعريفية عن الأمانة العامة للأوقاف بدولة الكويت، إعداد الأمانة العامة للأوقاف، 2004م.

11 - Les fondations pieuses (waqf) en méditerranée :enjeux de société،enjeux de pouvoir هذا الكتاب هو حصيلة لقاء دولي عقد في مدينة لورانس الإيطالية لمدة سبعة أيام في الفترة من 21 - 25 مارس 2001م، باللغتين الانجليزية والفرنسية، 2004م.

12 - المرأة والوقف، إيمان محمد الحميدان، 2006م.

رابعاً: مجلة أوقاف (مجلة نصف سنوية تعنى بشؤون الوقف والعمل الخيري):

1 - العدد التجريبي (شعبان 1421هـ/نوفمبر 2000م).

2 - العدد الأول (شعبان 1422هـ/نوفمبر 2001م).

3 - العدد الثاني (ربيع الأول 1423هـ/مايو 2002م).

4 - العدد الثالث (رمضان 1423هـ/نوفمبر 2002م).

5 - العدد الرابع (ربيع الأول 1424هـ/مايو 2003م).

6 - العدد الخامس (شعبان 1424هـ/أكتوبر 2003م).

7 - العدد السادس (ربيع الثاني 1425هـ/يونيو 2004م).

8 - العدد السابع (شوال 1425هـ/نوفمبر 2004م).

9 - العدد الثامن (ربيع الأول 1426هـ/مايو 2005م).

10 - العدد التاسع (شوال 1426هـ/نوفمبر 2005م).

11 - العدد العاشر (ربيع الآخر 1427هـ/مايو 2006م).

خامساً: سلسلة تراجم في العمل الخيري والتطوعي:

1 - وقفيات المجتمع: قوة جديدة في العمل الخيري البريطاني: تأليف: كالبانا جوشي، ترجمة: بدر ناصر المطيري، صفر 1417هـ/يونيو 1996م.

2 - جمع الأموال للمنظمات غير الربحية/دليل تقييم عملية جمع الأموال، تأليف: آن ل. نيو وبمساعدة وللسون سي ليفيس، ترجمة مطيع الحلاق، 7/1997م.

3 - الجمعيات الخيرية للمعونات الخارجية (التجربة البريطانية)، تأليف: مارك روبنسون، تقديم وترجمة: بدر ناصر المطيري، 1419هـ/1998م.

4 - من قسمات التجربة البريطانية في العمل الخيري والتطوعي، جمع وإعداد وترجمة: بدر ناصر المطيري، 1415هـ/1994م.

5 - المؤسسات الخيرية في الولايات المتحدة الأمريكية، تأليف: اليزابيث بوريس، ترجمة المكتب الفني بالأمانة العامة للأوقاف، جمادى الآخر 1417هـ نوفمبر 1996م.

6 - المحاسبة في المؤسسات الخيرية، مفوضية العمل الخيري لإنجلترا وويلز، يوليو 1998م.

7 - العمل الخيري التطوعي والتنمية: استراتيجيات الجيل الثالث من المنظمات غير الحكومية (مدخل إلى التنمية المرتكزة على الإنسان)، تأليف: ديفيد كورتن، ترجمة: بدر ناصر المطيري، 1421هـ/2001م.

8 - فريق التميز: الإستراتيجية العامة للعمل التطوعي في المملكة المتحدة، مشروع وقف الوقت، ترجمة إدارة الدراسات والعلاقات الخارجية بالأمانة العامة للأوقاف، 1424هـ/2003م.

9 - (Islamic Waqf Endowment): هو نسخة مترجمة إلى اللغة الانجليزية عن كتيب «الوقف الإسلامي: مجالاته وأبعاده 2001م.

10 - (Kuwait Awqaf Public Foundation: An overiew): هو نسخة مترجمة إلى اللغة الانجليزية عن كتيب «نبذة تعريفية عن الأمانة العامة للأوقاف بدولة الكويت. 2004م.

11 - (A Summary Of Waqf Regulations): هو نسخة مترجمة لكتيب «موجز أحكام الوقف»، 1427هـ/2006م.

سادساً: كشافات أدبيات الأوقاف:

1 - كشاف أدبيات الأوقاف في دولة الكويت، 1999م.

2 - كشاف أدبيات الأوقاف في جمهورية إيران الإسلامية، 1999م.

3 - كشاف أدبيات الأوقاف في المملكة الأردنية الهاشمية وفلسطين، 1999م.

4 - كشاف أدبيات الأوقاف في المملكة العربية السعودية، 2000م.

5 - كشاف أدبيات الأوقاف في جمهورية مصر العربية، 2000م.

6 - كشاف أدبيات الأوقاف في المملكة المغربية، 2001م.

7 - كشاف أدبيات الأوقاف في المكتبات الأمريكية (قائمة بيلوجرافية مختارة)، 2001م.

8 - كشاف أدبيات الأوقاف في الجمهورية التركية، 2002م.

9 - كشاف أدبيات الأوقاف في جمهورية الهند، 2003م.

أودع بإدارة المعلومات والتوثيق بالأمانة العامة للأوقاف
تحت رقم (42) بتاريخ (2006/8/27)